

مبادئ الإستثمار

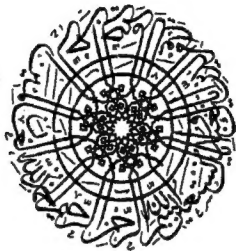
تأليف

أحمد زكريا صيام



A large, empty rectangular box with rounded corners, intended for drawing or writing.

مبادئ الإستثمار



رقم الإجازة المتصلل : ١٩٩٧/٧/٨٦٥
رقم الإبتداع : ١٩٩٧/٧/١٠٣٧

مبادئ الإستثمار

تأليف

أحمد زكريا صيام

دار المناسبات
للتنشيط والترويج



الطبعة ٢٠١٢ م - ١٤٣٤ هـ
٢٠١٢ م - ١٤٣٤ هـ
٢٠١٢ م - ١٤٣٤ هـ

مفرد الطبع محفوظ
الطبعة الأولى
١٤١٨ هـ - ١٩٩٧ م



دار السلام
للطباعة والنشر

عمان - ضلع جبل الحسين - سريس عطا
هاتف ٦٥٠٦٢٤ - فاكس ٦٥٠٦٢٤
ص.ب ٢١٥٣٠٨ عمان ١١١٢٢ الأردن

المحتويات

١١	المقدمة
١٥	الفصل الأول : مقدمة في الاستثمار
١٦	تعريف الاستثمار ومفاهيمه
١٩	الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي
٢٠	أهداف الاستثمار ومخاطره
٢١	أسس اتخاذ القرار الاستثماري
٢٢	الاستراتيجية الاستثمارية
٢٣	تصنيفات مخاطر الاستثمار
٢٥	خصائص الاستثمار الناجح
٢٦	الأوراق المالية وأنواعها
٣٠	مقارنة بين الأسهم والسندات
٣١	التمييز بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة
٣٢	مفهوم العائد والمخاطرة في الاستثمار
٣٢	وتحليل منحني العائد والمخاطرة
٣٥	الفصل الثاني : أسواق ومؤسسات الاستثمار
٣٦	السوق المالية وأهميتها في الإقتصاد وتصنيفاتها
٣٨	السوق النقدي وخصائصه
٤٠	سوق رأس المال وخصائصها
٤٤	سوق العملات الأجنبية وخصائصه
٤٥	سوق البورصة دولار وخصائصه

٤٦	مؤسسات السوق المالية والنقدية
٤٧	البنوك المركزية
٤٨	البنوك التجارية
٤٨	الشركات المالية
٤٩	الصناديق المشتركة
٤٩	صناديق التقاعد
٤٩	شركات التأمين
٤٩	الشركات الكبيرة

٥٠

الأسواق المالية العربية (لمحة عامة)

٥١

سوق عمان المالي

الفصل الثالث: أركان وأساليب التعامل في أسواق الاستثمار المالي ٥٧

٥٨

الوسطاء والسماسرة ودور كل منهم في الإستثمار

٥٩

العمولات والرسوم المفروضة جراء عملية التداول

٦٥

عمليات الإستثمار بالهامش

٦٦

أسس الإستثمار بالهوامش

٦٧

حسابات الهوامش

البيع القصير والبيع الطويل وعمليات الإستثمار

٦٨

من خلال البيع المكشوف

٦٨

أ- البيع القصير

٦٩

ب- البيع الطويل

٦٩

الأسواق المستمرة للإستثمار مقابل الأسواق المؤقتة

٧٠

التعامل في أسواق الإستثمار

٧٣	الفصل الرابع: سعر الفائدة والاستثمار
٧٤	مفهوم سعر الفائدة وتعريفاته المختلفة
٧٤	سعر الفائدة النقدي وسعر الفائدة الحقيقي
٧٦	سعر الفائدة البسيط وسعر الفائدة المركب
٧٩	سعر الفائدة المخصوم وسعر الفائدة الصحيح
٨٠	دراسة منحني المردود (الريع)
٨٢	سعر الفائدة الآجل وطرق احتسابه
	دراسة القيمة الحالية والمردود لتاريخ الاستحقاق
٨٥	وطرق احتسابها
٨٧	الفصل الخامس: تكوين المحافظ الاستثمارية وتحليلها وتعديلها
٨٨	مفهوم المحافظ الاستثمارية وأهميتها في تحليل مخاطر الاستثمار
٨٨	نظرية المحفظة الاستثمارية
٨٨	تكوين المحافظ الاستثمارية وسياسات تكوينها
٩١	سياسات إدارة المحافظ
٩٢	أسس إدارة المحافظ الاستثمارية والأهداف الرئيسة لها
٩٣	أنواع المحافظ الاستثمارية
٩٦	تقييم المحافظ الاستثمارية وقياس عوائدها وتعديلها
٩٧	الفصل السادس: المبادلة بين المخاطرة والعائد
٩٨	تحليل العائد والمخاطرة
٩٨	المخاطر النظامية وغير النظامية ومصادرها
١٠٠	قياس المخاطرة
١٠٠	١- الإنحراف المعياري

١٠٢	٢- معامل الاختلاف
١٠٢	٣- البيتا
١٠٣	قياس العوائد
١٠٣	عوائد فترة الاحتفاظ
١٠٥	طريقة القيمة الحالية للعوائد
١٠٩	الفصل السابع: الاستثمار بالأسهم والسندات
١١٠	الإستثمار بالأسهم
١١٣	الإستثمار بالسندات قصيرة الأجل وطويلة الأجل
١١٧	السندات المباشرة
١١٧	السندات ذات سعر الفائدة العائم
١١٨	السندات القابلة للتحويل إلى أسهم
١١٨	السندات ذات الضمان بالتملك
	السندات القابلة للتعميد والسندات القابلة
١١٨	للدفع المسبق
١١٨	السندات القابلة للإستدعاء
١١٩	السندات عالية المردود
١٢١	الفصل الثامن: أسس تقييم الأوراق المالية والهدف من التقييم
١٢٢	مفهوم القيمة
١٢٢	أنواع القيمة
١٢٢	القيمة الاسمية
١٢٢	القيمة الدفترية
١٢٢	القيمة السوقية

١٢٢	القيمة التصفوية
١٢٣	قيمة المنشأة المستمرة
١٢٣	القيمة العادلة
١٢٣	تقييم السندات والأسهم الممتازة
١٢٤	تقييم الأسهم الممتازة
١٢٤	تقييم الأسهم العادية
١٣٥	الفصل التاسع: التعامل بأدوات الإستثمار في السوق النقدية
١٣٦	حسابات الاستثمار
١٣٦	الحسابات الجارية
١٣٧	الودائع تحت الطلب
١٣٨	الودائع لأجل
١٣٩	شهادات الإيداع
١٤٠	مميزات وعصائص شهادات الإيداع
١٤١	أنواع شهادات الإيداع
١٤٢	طرق احتسابها
١٤٥	القبولات المصرفية
١٤٥	مميزاتها
١٤٦	تسعيرها
١٤٧	الشروط المطلوبة في القبولات المصرفية
١٤٧	اتفاقيات إعادة الشراء
١٤٨	التعامل بحقوق الخيار
١٤٨	حقوق الشراء

١٤٨	حقوق البيع
١٤٩	التعامل بالعقود المستقبلية
١٥٠	كيفية حساب القيمة الأساسية
١٥١	الفصل العاشر: أساليب المقاضلة بين أوجه الإستثمار
١٥٢	مفهوم الموازنة الرأس مالية
١٥٢	خطوات إعداد الموازنة الرأس مالية
١٥٤	طرق قياس تحرك السوق
١٥٥	مؤشرات الأسعار وطرق حسابها
١٥٧	طرق تصنيف البدائل الإستثمارية
١٥٧	سـ معدل العائد على الإستثمار
١٥٧	فترة الإسترداد
١٥٧	معدل العائد الداخلي
١٥٧	صافي القيمة الحالية
١٥٨	إستراتيجية إختيار البديل الإستثماري الأفضل
١٥٨	معيـار التشاؤم (ابراهام وولد)
١٥٩	معيـار لا بلاس
١٥٩	معيـار الندم (معيار سالفاج)
١٦٠	مراجع الكتاب

المقدمة

بدأ الاهتمام بالاستثمار كعلم متخصص نتيجة ارتفاع أسعار النفط وزيادة حجم الانتاج منه لا سيما في منتصف السبعينات مع ظهور الفوائض المالية الضخمة، فاصبحت فوائض الرساميل تظهر بوضوح . وحيث أن أساس الاستثمار نظرية الدخل، فإن ذلك الدخل يتوزع بين استهلاك لتلبية متطلبات الفرد إشباعا لحاجاته المتعددة، وادخار موجه لتلبية دافع الاحتياط أو المضاربة تحقيقا للربح السريع، أو دافع الاستثمار تحقيقا للمكاسب . وبذلك يكون الاستثمار وسيلة لتشغيل المدخرات وزيادة الدخل . فالاستثمار هو ذلك الجزء المستقطع من الدخل والمستخدم في العملية الانتاجية لتكوين رأس المال مما يشكل إضافة فعلية على رأس المال الأصلي ، ولعل ذلك ما يجعل الاستثمار مرتكزا في أساسه على مفهومي العائد والمخاطرة . ولا شك أن زيادة أحدهما سيزيد الآخر . والاستثمار أساسا عملية ذهنية مدروسة لها أسسها وقواعدها العلمية المستندة إلى عمليات استثمارية مشابهة ، إضافة لكونها عملية إيجابية تشارك فيها أطراف عديدة فتتقاسم الأرباح . على اعتبار أن للاستثمار آجالا طويلة أو متوسطة وأحيانا قصيرة وذلك حسب نوع الاستثمار . وتكاد تكون المخاطرة محدودة نسبياً ويمكن احتسابها وتلاشيها إن كانت مخاطر غير نظامية، أما إن كانت مخاطر نظامية بمعنى أنها ناشئة عن البيئة والمحيط فتلاشيها عندئذ يكون أمره أصعب ، إلا أن الاستثمار الناجح هو ذلك الذي يجمع بين المحافظة على قيمته الأصلية ودرجة سيولة ملائمة وبالتالي يحقق العائد المستمر وإضافة الأرباح الجارية .

ويشهد الأردن تطورات تنعكس على أداء سوق رأس المال ليكون أكثر تجاوبا مع المستحقات في توفير بيئة استثمارية تضمن جذب الإدخارات والاستثمارات

انسجاماً مع متطلبات المرحلة القادمة لمواكبة أسواق رأس المال العالمية . وهذا ما جعلنا نتحدث عن سوق عمان المالي وتجربته ضمن إطار أسواق المال العربية والأهداف المرسومة لها .

وقد أردت في هذا الكتاب سد ثغرة تشكو منها مكاتب كليات المجتمع، فهناك مولفات تناولت مواضيع محددة من الاستثمار ، ولكننا لم نجد كتاباً شاملاً يغطي منهاج مادة مبادئ الاستثمار لطلبة كليات المجتمع، هذه المادة التي أدرجت في جميع الخطط الدراسية لطلبة برنامج الأعمال الإدارية والمالية " تخصص الإدارة المالية والمصرفية". والتي أصبحت لبنة أساسية في بناء شخصية المستثمر ودارس الاستثمار.

وقد وزعت الكتاب في فصول عشرة لتوضيح المفاهيم والنظريات ذات العلاقة بالاستثمار مع دراسة المعاطر والعوائد وأثرهما على اتخاذ القرار الاستثماري وتكوين المحافظ الاستثمارية ، وذلك بدراسة مجالات الاستثمار وخصائصها وأدوات الاستثمار المتنوعة وأسواقها . وكيفية المفاضلة بين البدائل الاستثمارية لغايات اتخاذ القرار الأفضل .

وقد جاء الفصل الأول كمقدمة في الاستثمار تناولنا من خلاله تعريف الاستثمار ومفاهيمه وأهدافه، ثم الأوراق المالية والتمييز بين الاستثمار والمضاربة والمقارنة لتحليل مفهوم العائد والمخاطرة في الاستثمار . أما الفصل الثاني فقد خصصناه لأسواق ومؤسسات الاستثمار ، فتحدثنا عن السوق المالية، النقدية ، رأس المال ، العملات الأجنبية والأوراق المالية وخصائص كل منها ثم تناولنا مؤسسات السوق المالية والنقدية ، فخصصنا جزءاً للأسواق المالية العربية ودراسة لسوق عمان المالي.

على حين تناولنا في الفصل الثالث أركان وأساليب التعامل في أسواق الاستثمار المالي لنترك مجالاً في الفصل الرابع لموضوع سعر الفائدة والاستثمار، أما الفصل الخامس فجعلناه لبحث تكوين المحافظ الاستثمارية وتحليلها وتعديلها . فدرستنا

مفهوم المحافظ وتكوينها وأهم أنواعها ثم كيفية تقييمها وقياس عوائدها من أجل تعديلها، على أن يكون موضوع المبادلة بين المخاطرة والعائد عنواناً للفصل السادس، فنيين من خلاله كيفية تحليل العائد والمخاطرة وقياس المخاطر والعوائد فالمبادلة بينهما .

أما الفصل السابع فخصص للإستثمار بالأسهم والسندات ، على حين قام الفصل الثامن بدراسة أسس تقييم الأوراق المالية والهدف من التقييم حيث تناولنا مفهوم القيمة وتقييم السندات والأسهم الممتازة والأسهم العادية. وتناول الفصل التاسع موضوع التعامل بأدوات الإستثمار في السوق النقدية كحسابات الإستثمار وشهادات الإيداع والقبولات المصرفية واتفاقيات إعادة الشراء والتعامل بمحقوق الإختيار والعقود المستقبلية. وكان آخر الفصول العشرة معنوناً بأساليب المفاضلة بين أوجه الإستثمار لدراسة طرق قياس تحرك السوق وتصنيف البدائل الإستثمارية فرسم الإستراتيجية لاختيار البديل الإستثماري الأفضل .

وقد توخى المؤلف جعل الكتاب موافقاً ومنسجماً مع خطط وزارة التعليم العالي في مادة " مبادئ الاستثمار " منهجاً وتطبيقاً ، خدمة لزملاء المهنة في كليات المجتمع ولأبنائنا الطلاب الذين ما اذعرونا من جهدنا شيقاً في توفير أفضل سبل البحث لهم عبر سني عملنا في هذه المهنة النبيلة.

والله نسأله السداد والتوفيق

المؤلف

أحمد زكريا صيام

عمان / ١٤١٨ هـ - ١٩٩٧ م



الفصل الأول

مقدمة في الاستثمار

إن للوعي الاستثماري وتطور الأسواق المالية - عربيا - دورهما في إنشاء شركات الاستثمار وازدهارها رغم حداثة عهدها ، وإن مجال الاستثمار واسع رغم أنه لم يحظ بالاهتمام الكبير كعلم إلا بعد منتصف السبعينات ، حيث ظهرت الرساميل وزاد حجم الإنتاج من النفط وما تبع ذلك من ارتفاع شديد في الأسعار. فالاستثمار هو مجموع التوظيفات التي من شأنها زيادة الدخل وتحقيق الإضافة الفعلية إلى رأس المال الأصلي ، في ظل المخاطر المحيطة بالمشروع. وبذلك يسعى المستثمر دوما لتحقيق العائد من خلال رسم الاستراتيجية الاستثمارية، والخطط المستقبلية .

ونفترض في القارئ الكريم بعد دراسته هذا الفصل أن يفيد من موضوعاتها

التالية :

- * تعريف الاستثمار ومفاهيمه.
- * الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي.
- * أهداف الاستثمار ومخاطره.
- * الأوراق المالية وأنواعها .
- * التمييز بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة.
- * مفهوم العائد والمخاطرة في الاستثمار وتحليل منحني العائد والمخاطرة.

تعريف الإستثمار ومفاهيمه

إن مجال الإستثمار واسع ويعتمد في مفاهيمه على كثير من العلوم الأخرى كالإحصاء والرياضيات والاقتصاد ، إلا أنه لم يحظ بالكثير من الإهتمام ، كونه علما حديث النشأة ظهر في أواسط السبعينات مع ظهور الرساميل وزيادة حجم إنتاج النفط وما تبع ذلك من ارتفاع شديد في الأسعار نتيجة ازدياد الكميات المباعة منه ولا شك أن للوعي الإستثماري وتطور الأسواق المالية عريضا دورهما في إنشاء شركات الإستثمار رغم حداثة عهدها فبقيت بسيطة في معاملاتها بعيدة عن التعقيد.

ويعتمد الإستثمار على نظرية الدخل وبعض المفاهيم الإقتصادية كالإستهلاك والإدخار . ولكن قبل أن نشرع بتعريف الإستثمار جدير بنا أن نقدم بعض التعريفات:

الدخل : وهو ما يستطيع الفرد أن يحصل عليه خلال فترة زمنية محددة لينفقها على نفسه جراء توظيف عوامل الإنتاج بما يزيد على ثروته. وهنا نميز بين مفهومى الإيراد والدخل . فبيع الفرد لبعض ممتلكاته كالمجوهرات مثلا تعتبر إيرادا نقديا يخول للفرد أن يصرفه لتلبية بعض احتياجاته ولكنه في الواقع إنقاص من ثروته المملوكة، ولذلك فهو لا يعتبر دخلا إضافيا. من هنا يعرف الدخل على أنه مجموع ما يتحصل من أجور ورواتب وفوائد وإيجارات وأرباح لأسهم مستثمرة.

ويتوزع الدخل ما بين استهلاك وإدخار ويُعر عن ذلك بالمعادلة :

$$Y = S + X$$

حيث Y : الدخل ، S : الإستهلاك ، X : الإدخار

الإستهلاك : وهو ذلك الجزء المستقطع من الدخل لإنفاقه على السلع والخدمات بقصد إشباع رغبات الفرد وحاجاته المتعددة ، وعلى اعتبار أن مستوى دخل الفرد هو المؤثر

الدخل والإستهلاك هي علاقة طردية فزيادة الدخل ستعكس حتما على الإستهلاك بالزيادة والعكس فكلما انخفض مستوى الدخل انخفض الجزء المستقطع للإستهلاك وهذا ما يُسمى بدالة الإستهلاك ويُعبر عنها بالمعادلة :

$$س = د (ي)$$

حيث : س : الإستهلاك د (ي) : هي دالة الدخل

الإدخار : سبق وأن قلنا إن دخل الفرد يتوزع ما بين استهلاك وإدخار وعبرنا عن ذلك بالمعادلة : $ي = س + خ$ ، ومعنى ذلك أن تغير مستوى الدخل سيؤدي إلى تغير حجم الإدخار ، وبذلك فإن العلاقة التي تربط الدخل والإدخار هي علاقة طردية فزيادة الدخل ستعكس حتما على زيادة الجزء المستقطع للإدخار والعكس فكلما انخفض مستوى الدخل انخفض الجزء المستقطع للإدخار . وهذا ما يسمى بدالة الإدخار ويُعبر عنها بالمعادلة :

$$خ = د (ي)$$

حيث : خ : الإدخار ، د (ي) : دالة الدخل

وبذلك فإن الإدخار هو ذلك الجزء المستقطع من الدخل بحيث لا ينفق على سلع وخدمات في الوقت الحاضر وإنما يتم إيداعه في البنوك أو يكتنز.

الاستثمار : يقوم الأفراد بتوزيع دخولهم بين استهلاك وإدخار وإن زيادة أحدهما ستؤدي إلى انخفاض الآخر ، وإدخار الأموال دون توظيفها يعتبر إكتنازا لها ، لذلك يهمننا أن يكون هناك إدخار حقيقي ، بمعنى أن توجه تلك الإدخارات لزيادة الدخل عن طريق زيادة الإنتاج.

ويمكننا تعريف الاستثمار على أنه ذلك الجزء المستقطع من الدخل لاستخدامه في العملية الإنتاجية بهدف تكوين رأس المال ، ويتحدد ذلك من خلال النظر لسعر

الفائدة والكفاءة الحدية للإستثمار . فحجم الإستثمار يتوقف اساسا على حجم الإذخارات والإذخارات بدورها لها محددات من أهمها :

الدخل : حيث كلما زاد الدخل يزداد الإذخار ، وكلما إنخفض الدخل أدى ذلك إلى انخفاض الإذخار ، وكلما كان توزيع الدخل أفقيا توسع الإستثمار وكان شاملا ، على حين إذا انحصر الدخل في يد فئة محددة فذلك سيعمل على احتكار الإستثمار في فئة محددة .

الميل للإستهلاك : كلما كان الميل للإستهلاك أكبر كان الميل للإذخار أصغر والعكس صحيح فكلما كان الميل للإستهلاك أقل كان الميل للإذخار أكبر وهذا ما يُعبر عنه بالميل المتوسط للإستهلاك والميل المتوسط للإذخار ، الميل الحدي للإستهلاك والميل الحدي للإذخار بحيث نُعر عن ذلك رياضيا بالمعادلتين :

$$أ- صفر < م ح س + م ح ع > 1$$

م ح ع : الميل الحدي للإذخار.

حيث م ح س : الميل الحدي للإستهلاك

$$ب- وكذلك صفر < م م س + م م ع > 1$$

م م ع : الميل المتوسط للإذخار.

حيث م م س : الميل المتوسط للإستهلاك

العادات والتقاليد : فبعض المجتمعات تتجه للتوفير والإذخار وبعضها يذهب لتوجيه كل الدخل للإستهلاك وبعضها لا يكفي دخله لسداد حاجاته ورغباته.

التضخم : فإذا ضعفت القوة الشرائية للنقود بشكل مستمر ضعُفت الإذخارات تلقائيا وقلت إمكانيات التكوين الرأسمالي. وعندئذ يصبح من الضرورة اتخاذ العديد من الإجراءات لمعالجة التضخم من خلال السياسة النقدية والأدوات المعهودة كعمليات السوق المفتوحة وسياسة الاحتياط النقدي وسياسة سعر الخصم ومن خلال السياسة المالية وما إلى ذلك .

النظام الضريبي : كلما زاد العبء الضريبي انخفضت الإذخارات فانعكس ذلك سلبا على عملية الاستثمار وبالتالي تكوين رأس المال، في حين أنه إذا انخفض العبء الضريبي زادت احتمالات الإذخارات وبالتالي توجيهها للعملية الاستثمارية وزيادة تكوين رأس المال فتوليد الدخل .

تعريف الاستثمار :

مما سبق نستنتج أن الاستثمار هو مجموع التوظيفات التي من شأنها زيادة الدخل وتحقيق الإضافة الفعلية إلى رأس المال الأصلي من خلال امتلاك الأصول التي تولد العوائد ، نتيجة تضحية الفرد بمنفعة حالية للحصول عليها مستقبلا بشكل أكثر من خلال الحصول على تدفقات مالية مستقبلية ، آخذنا بعين الاعتبار عنصر العائد والمخاطرة، وسنأتي لاحقا على تفصيل كل منهما وكيف أن زيادة أحدهما تعمل على زيادة الآخر. بمعنى كلما زاد العائد كانت المخاطرة أكبر. ويمكن تعريف الاستثمار حسب الزاوية التي ننظر منها فنبين أنواع الاستثمار التالية:

الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي

قد تختلف المسميات إلا أن الجوهر واحد ، فمن خلال دراسة الاستثمار نستطيع التمييز بين نوعين أساسيين له وهما :

الاستثمار الحقيقي : والاستثمار الحقيقي أو الإنتاجي أو الإقتصادي هو التوظيف الذي يتحقق من شراء وبيع أو استخدام الأصول الإنتاجية التي تعمل على زيادة السلع والخدمات بشكل فائض مما يزيد من الناتج القومي الإجمالي.

الاستثمار المالي : والاستثمار المالي أو الظاهري أو الإيرادي لا ينتج عنه زيادة حقيقية في إنتاج السلع والخدمات وإنما يتم من خلال نقل ملكية وسائل الإنتاج والأموال المستثمرة من مستثمر لآخر مما يعمل على تحقيق إيرادات ووفورات مالية.

وعليه يجب التمييز بين الأصول الحقيقية والأصول المالية . فالأصول الحقيقية هي تلك التي تستعمل بشكل مباشر في إنتاج سلع إستهلاكية أو رأسمالية فتزيد من حجم السلع والخدمات . ومثال ذلك الآلات والسيارات والأراضي والأصول الثابتة . أما الأصول المالية فهي تلك التي لا تستعمل بشكل مباشر في إنتاج السلع والخدمات ولكنها تعمل على توفير الأصول الحقيقية من خلال توفير الأموال اللازمة لشراؤها وامتلاكها . ومن أمثلة ذلك السندات والأسهم الممتازة والعادية وشهادات الإيداع.

« أهداف الإستثمار ومخاطره

مهما كان نوع الاستثمار والمخاطر المحيطة به فإن المستثمر يسعى دوما لتحقيق الأهداف التالية :

١٠- تحقيق العائد الملائم : فهدف المستثمر من توظيف أمواله تحقيق عائد ملائم وربحية مناسبة يعملان على استمرار المشروع ، لأن تعثر الإستثمار ماليا سيدفع بصاحبه للتوقف عن التمويل وربما تصفية المشروع بحثا عن مجال أكثر فائدة . من هنا نجد أن انشغل الشاغل لأي شخص يرغب بتوظيف أمواله هو تحقيق الأرباح المناسبة بعيدا عن الخسارة .

٢- المحافظة على رأس المال الأصلي للمشروع: وذلك من خلال المفاضلة بين الشاريع والتركيز على أقلها مخاطرة لأن أي شخص يتوقع الخسارة والربح ولكن إذا لم يحقق المشروع ربحا فيسمى المستثمر إلى المحافظة على رأس ماله الأصلي ويجنبه الخسارة .

٣- إستمرارية الدخل وزيادته : يهدف المستثمر إلى تحقيق دخل مستقر ومستمر بوتيرة معينة بعيدا عن الاضطراب والتراجع في ظل المخاطرة حفاظا على إستمرارية النشاط الإستثماري .

٤- ضمان السيولة اللازمة : لا شك أن النشاط الإستثماري بحاجة إلى تمويل وسيولة جاهزة وشبه جاهزة لمواجهة التزامات العمل ، لا سيما للمصروفات الثرية اليومية نخبها للعسر المالي الذي قد يعرض للمشروع.

أسس إتخاذ القرار الإستثماري

لا بد للمستثمر عند إتخاذ قرار الإستثمار وتوظيف الأموال أن يأخذ بالإهتمام الأسس والاعتبارات التالية :

١- العائد المتوقع : سبق وأن أشرنا إلى أن هدف المستثمر دوما تحقيق عائد ملائم وربحية مناسبة بفرض إستمرار النشاط الإستثماري ، وحيث أن المستثمر يضحي ببعض ماله في الوقت الحاضر إنما يطمح أن يحقق مستقبلا عائدا مقابل هذه التضحية على شكل أرباح، أما إذا كانت نتيجة الإستثمار خسارة فعليه ألا يستمر في ذلك الإستثمار لأنه سيستنزف من أمواله الكثير ولن يحقق له عائدا إيجابيا.

٢- درجة المخاطرة المتوقعة : على المستثمر أن يُسلم بادئ ذي بدء بأن النشاط الإستثماري محفوف بالمخاطر النظامية وغير النظامية ولذلك عليه اختيار المشروع الذي يحتمل مخاطرته، ومن نافلة القول أن نذكر بالعلاقة الطردية بين المخاطرة والعائد. فينبغي على المستثمر أن يوازن ويوافق بين درجة المخاطرة والعائد المتوقع.

٣- إختيار الزمن المناسب : إن للإستثمار أدواته كما أن له أنواعه ، فعلى المستثمر أن يختار الوقت المناسب للقيام بالعملية الإستثمارية وكذلك اختيار الأداة الإستثمارية الأكثر سيولة وما يمكن تحليله إلى نقدية جاهزة في المدى القصير، فيجب على المستثمر أن يأخذ بعين الإعتبار وقت تحقيق العائد وإسترداد المبالغ المدفوعة.

ولكي يكون متخذ القرار الاستثماري مطمئنا لا بد أن تتوفر بعض الأساسيات التي يجب أن تؤخذ بعين الإعتبار ونذكر منها :

السيولة : والسيولة تعني توفر الحد المطلوب من الثقوية الجاهزة لمواجهة أي طارئ أو مصروف مفاجئ.

الربحية : لا شك أن هدف المستثمر تحقيق عوائد مجزية لتوظيف أمواله وهذا العائد هو الربحية المتوقعة من توظيف الوحدة الواحدة من رأس المال، ولذلك يعتبر العائد المقابل المتحقق نتيجة تعطيل المبالغ في الوقت الحاضر وتشغيلها للحصول على مردود مستقبلي مقابل تلك التضحية.

الثقة والأمان : لا بد من التعامل بمبدأ الثقة والأمان بحيث تكون البيئة آمنة مستقرة وبالتالي يختار المستثمر أدوات الاستثمار الأقل مخاطرة والأكثر ربحية لتحقيق العائد.

الاستراتيجية الاستثمارية

لا شك أن الشخص عندما يفكر باستثمار وتوظيف أمواله واتخاذ القرار الاستثماري عليه أن يرسم استراتيجية معينة لهذه الاستثمارات مراعيًا في ذلك التنوع والآجال الاستثمارية وحدود الإنكشاف والأدوات الاستثمارية المستعملة وأخيرًا درجة التصنيف الائتماني ومنقوم بتوضيح كل عامل من عوامل استراتيجية المستثمر على النحو التالي :

١- تنوع الاستثمار : ويُقصد بذلك التعامل بأدوات استثمارية متنوعة والاستثمار في مشاريع مختلفة بقصد تجنب - قدر الإمكان - الخسائر الضخمة والمخاطرة الكبيرة، ففي حالة التنوع هذه قد يحقق مشروع "أ" عسارة ولكن ربما يحقق مشروع "ب" ربحًا يغطي الخسائر التي وقعت بالمشروع "أ" وهكذا حتى يتحقق للمستثمر أكبر المكاسب والعوائد.

٢- آجال الإستثمار : لا شك أن لأدوات الإستثمار تواريخ إستحقاق محددة ، من هنا كان واجبا على المستثمر أن يوفق بين الإستحقاقات والتدفقات للمحافظة على درجة سيولة مناسبة .

٣- حدود الإنكشاف : وهي حدود لا يسمح بتجاوزها من قبل المستثمر لتقليل من درجة المخاطرة. فلا يبالغ بالإقراض أو البيع أو الشراء من جهة معينة سواء أكانت مؤسسة أم سوقا أم فردا.

٤- درجة التصنيف الائتماني : ويُقصد بذلك السمعة الائتمانية والمركز المالي للمؤسسات المصدرة وللأدوات الإستثمارية المستعملة، فلكل مؤسسة درجة تصنيف إئتماني تتوافق والمركز المالي . ولذلك على المستثمر اختيار الأداة الإستثمارية المناسبة من حيث العائد ودرجة المخاطرة.

تصنيفات مخاطر الإستثمار

تعرض العملية الإستثمارية لمخاطر متعددة ، فمهما كانت عوائد الإستثمار كبيرة ، فلا يكاد يخلو أي إستثمار من احتمالات الخسارة وعدم تحقيق العائد المتوقع بسبب سوء التنبؤ وعدم دقة التوقعات نتيجة عدم التأكد من المستقبل . من هنا فللمخاطر تصنيفات عدة يجمُلها فيما يلي :

١- المخاطر النظامية : وهي تلك المخاطر التي تنشأ عن البيئة والمحيط وتتعلق بالنظام المالي العام ، وليس للمشروع بحده ذاته دور رئيس فيها. ولذلك نجدها تؤثر على المستثمرين كافة دونما إستثناء ، والتنوع الإستثماري حياها ليس حلا إلا أنه يمكن التخفيف من حدتها بقياسها لبعض المعاملات والمعايير .

٢- المخاطر غير النظامية : وهي تلك التي تنشأ عن طبيعة ونوع الإستثمار لا من طبيعة النظام المالي العام . لذلك تكون خاصة بالمشروع وتأتي كنتيجة لبعض التعاملات الإستثمارية فتؤثر على مستثمر معين أو مشروع محدد دونما غيره من هنا

يمكن تفادي هذه المخاطر وتجنبها بشكل كبير من خلال التنوع الإستثماري وحسابها بالإنحراف المعياري.

ولا تنحصر المخاطر فيما ذكرنا من مخاطر نظامية وغير نظامية بل هناك تصنيفات أخرى نجملها فيما يلي :

أ- مخاطر النشاط الصناعي : فقد يتعرض نوع من الصناعة لمخاطر تنعكس على المتعاملين معه من خلال الأسهم الخاصة بذلك المشروع الصناعي.

ب- مخاطر أسعار الفائدة : لا شك أن تقلبات أسعار الفائدة وتغيرها لها أثرها على أرباح المستثمر فلو فرضنا أن شخصا وظف أمواله في مشروع إستثماري وبعد فترة معينة ارتفعت أسعار الفائدة فذلك سوف يؤثر سلبا على حجم العائد ، ولذلك فكمرة التذبذب في أسعار الفائدة تعمل على زيادة الفجوة والفارق في العوائد التي سيحققها المستثمر بين إنخفاض وإرتفاع لسعر الفائدة . لذلك ينصح بثبات سعر الفائدة أو عدم تذبذبها بشكل كبير حتى يستقر وضع المستثمر .

ج- مخاطر السوق : إن تعرض السوق لإنهيارات مفاجئة وتقلبات سريعة وإنخفاض في الأسعار سيؤثر على المستثمر بشكل أو بآخر.

د- مخاطر التضخم والإئتمان : إن التضخم وما يعنيه من انخفاض للقوة الشرائية للنقد سيؤدي لانخفاض القيم الحقيقية للموجودات والأصول الإستثمارية، مما يؤدي إلى مشاكل مالية وربما عسر مالي لصاحب المشروع جراء عدم تمكنه من سداد ما عليه من التزامات مالية .

هـ- مخاطر قانونية واجتماعية : كثيرا ما تلجأ بعض الدول لعملية التأميم فتؤم بعض المشاريع مما يؤثر على مصلحة المستثمر . وإن العادات الإجتماعية والقوانين السائدة في بعض الدول كطبيعة الإستهلاك والميول والرغبات وأذواق الناس لها دورها كذلك.

خصائص الإستثمار الناجح

من خلال ما سبق ذكره من مخاطر يتعرض لها الإستثمار نستطيع إجمال خصائص الإستثمار الناجح في النقاط التالية :

أ- الحفاظ على قيمة الإستثمار الأصلية : ففي حالة التضخم النقدي تنقص القيمة الحقيقية للإستثمار ، فيسعى المستثمر للمحافظة على رأس المال الأصلي للمشروع.

ب- تحقيق دخل مستمر وريع إستثماري : حيث يجب أن تغطي العوائد المبالغ المستمرة فتكون حصة الإيرادات فوق المصروفات.

ج- مراعاة القوانين السائدة : على المستثمر أن يراعي الناحية القانونية بحيث يتجنب الوقوع في المعالفات والغرامات التي تقلل من أرباحه وتزيد من مصروفاته.

د- الحفاظ على درجة سيولة دائمة : إن اختيار المستثمر للأدوات الإستثمارية المناسبة يمكنه من تحقيق السيولة التي تفي بالتزاماته الأمر الذي يجنبه العجز المالي فيحفظ جزء من المبالغ النقدية في صندوق المشروع لمواجهة الطوارئ .

وعموماً فأي مشروع إستثماري حتى يكون ناجحاً لا بد أن يحقق ما سبق ذكره وإضافة لتحقيق تراكم رأس المال المتمثل في جني الأرباح الرأسمالية، وبفضل الكثير من المستثمرين الركيز على أدوات إستثمارية ملموسة كالتعامل بالعقارات مثلاً . وبعض المعادن الثمينة ، كون عنصر التغير في قيمتها على المدى القصير محدوداً إذا ما قارناه ببعض الأصول الإستثمارية الوهمية كحق التأليف وشهرة المجل.

ويبقى أن نذكر ضرورة تنويع الإستثمارات للتخفيف من حدة المخاطرة، وبالتالي تساهم عوائد بعض الإستثمارات في تغطية الخسائر التي تحققت من إستثمارات أخرى.

الأوراق المالية وأنواعها

سبق أن ذكرنا بأن الإستثمار هو توظيف للأموال بالتضحية فيها في الوقت الحاضر للحصول على عوائد مجزية وتدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن النقص في القوة الشرائية لتلك الأموال نتيجة التضخم النقدي وما يرافق ذلك من مخاطر نظامية وغير نظامية . وميّرنا بين الإستثمار الحقيقي والإستثمار المالي.

وستتناول دراسة الأوراق المالية وأنواعها، فالمستثمر الذي يملك أصلاً مالاً غير حقيقي يعتبر مستثمراً في سوق الأوراق المالية من خلال حيازته للأسهم والسندات، على اعتبار أن الأوراق المالية بأنواعها إحدى أدوات الإستثمار المعروفة في العصر الحديث نظراً لما تحقّقه من مزايا وفوائد للمستثمر قد لا تتوفر في أدوات إستثمارية أخرى.

ويمكن تعريف الأوراق المالية على أنها أدوات الإستثمار ذات الصيغة القانونية التي تضمن لحاملها حقوقاً وامتيازات لتحقيق عوائد ومنافع في زمن معين تحت شروط معينة وهي إما أن تكون حقوق ملكية أو حقوق دائنية وبالتالي تنقسم الأوراق المالية إلى نوعين رئيسيين هما :

أولاً : حقوق الملكية (الأسهم)

ونعني بها المشاركة في الملكية ومثال ذلك الأسهم بنوعيتها العادية والممتازة، والأسهم عبارة عن حصص متساوية في ملكية مؤسسة أو شركة مساهمة منبثة بصكوك قانونية يمكن تداولها بيعاً وشراءً في الأسواق المالية ، ويمثل مجموع الأسهم نصيب مالكيها من رأسمال الشركة بناء على قيمة السهم الإسمية عند التأسيس ، وعليه فالأسهم وسيلة من وسائل تمويل الشركة وتكوين رأس المال وتخول مالكيها بعض الحقوق والامتيازات منها :

١- انتخاب أعضاء مجلس الإدارة .

٢- ترشيح نفسه للمشاركة بإدارة الشركة بالقدر الذي يملكه من الأسهم.

٣- الحصول على نصيبه من الأرباح الموزعة بما يعادل نصيبه من رأس المال المدفوع، فإذا كانت له نسبة الثلث من الأسهم حصل على نسبة الثلث من الأرباح، أما إذا كانت له نسبة الثلثين من رأس المال فإنه يحصل على نسبة الثلثين من الأرباح، وهكذا نجد أن العلاقة التي تربط نسبة الأسهم المملوكة من رأسمال الشركة مع الأرباح هي علاقة طردية فكلما زادت حصة المستثمر من الأسهم زادت حصته من الأرباح.

٤- الحصول على نصيبه من القيمة المتبقية عند التصفية . بعد تسديد الشركة ما عليها من التزامات.

٥- له أولوية الاكتتاب في الإصدارات الجديدة والإطلاع على وضعية الشركة وسجلاتها.

وتنقسم الأسهم العادية إلى أنواع أساسية هي :

١- أسهم إسمية : وهي أسهم يثبت عليها اسم مالك الأسهم وتسجل الأسهم لدى الشركة باسم صاحب الشأن وبذلك يسجل على شهادة الأسهم اسم الشخص لذلك سميت أسهماً إسمية لكتابة اسم المالك صراحة.

٢- أسهم إذنية أو لأمر : يذكر هنا اسم صاحب السهم في الشهادة مع إظهار الإذن - أو الأمر .

٣- أسهم لحامله : وهنا لا تحمل شهادة الأسهم اسم صاحب الأسهم وإنما يصبح مالِكاً للأسهم حامل الشهادة ولذلك سُميت أسهماً لحاملها.

كما ويتخذ السهم العادي تلك القيم حسب مراحل حياة الشركة :

أ- القيمة الإسمية : وهي قيمة السهم التي تتحدد عند تأسيس الشركة وتثبت في شهادة الأسهم الصادرة لمالكها.

ب- قيمة الإصدار : وغالبا ما تكون مساوية للقيمة الاسمية أو أكثر منها وتتحدد عند طرحها للإكتتاب العام. ولا يجوز أن تكون قيمة إصدار السهم أقل من قيمة السهم الاسمية .

ج- القيمة السوقية : وهي القيمة التي تحدد للسهم في السوق المالي من خلال تداول السهم وظروف العرض والطلب عليه.

د- القيمة الدفالية : وتستخرج من سجلات ودفاتر الشركة من خلال قيمة الأصول في دفاتر الشركة ولذلك سميت بالقيمة الدفترية لإستخراجها من الدفاتر.

هـ- القيمة التصفية : وهي قيمة السهم عند تصفية الشركة وسداد ما عليها من التزامات وحساب صافي قيمة الأصول . وإذا اردنا الحصول على القيمة التصفية لنسهم قسمنا حصيلة التصفية على عدد أسهم الشركة.

أما النوع الثاني من الأسهم فهو الأسهم الممتازة حيث يفضل بعض المستثمرين الأسهم الممتازة على غيرها ، كونها تجمع بين الأسهم العادية من حيث حق الملكية وبين السند في كونه محدد الفائدة مسبقاً. فالأسهم الممتازة أوراق مالية تضمن لحاملها ميزات لا تضمنها الأسهم العادية. ومثال ذلك حصول حامل السهم الممتاز على أرباح محددة بنسبة سنوية ثابتة أو بمبلغ محدد بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة وما حققته من رقم الأعمال، كما أنه قد لا يتم توزيع الأرباح على أصحاب الأسهم العادية لكن من الضروري توزيع الأرباح على أصحاب الأسهم الممتازة وكذلك عند تصفية الشركة يكون لحامل السهم الممتاز الأولوية في الحصول على كامل حقوقه.

وبذلك يكون السهم الممتاز حق ملكية غير محدودة الفترة ولا ينتهي إلا بتصفية الشركة، إلا أنه لا يجوز خصم أرباح الأسهم الممتازة من الوعاء الضريبي. فبعض التشريعات تعفي نسبة معينة من الأرباح الموزعة عليها من ضريبة الدخل. وتنقسم الأسهم الممتازة إلى أنواع هي :

١- الأسهم الممتازة المجمعة الأرباح : أي من حق مالك السهم الممتاز أن يرحد الأرباح المجمعة غير الموزعة من سنة لأخرى في حالة عجز الشركة عن الدفع أو حققت الشركة أرباحاً ولم تعلن عن توزيعها لسبب ما.

٢- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح : وهي إعطاء الحق لمالك تلك الأسهم بمشاركة المساهمين في الأرباح المودعة ، ويمكن أن يكون هناك حد أقصى للمشاركة في الأرباح أو لا يكون هناك حد مقيد .

٣- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل : وهي فرصة تحويل الأسهم إلى أسهم عادية عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي فيحقق عائداً جيداً مع مراعاة الظروف المحيطة.

٤- الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء : وهي إلزامية الشركة لصاحب السهم برده للشركة بسعر محدد وفترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار. وذلك لتقليص عدد أصحاب الأسهم الممتازة.

ثانيا : حقوق الدائنية (السندات)

النوع الثاني من الأوراق المالية هو السندات التي تمثل حقوق الدائنية كونها قروضاً تقرضها الجهات الحكومية أو الخاصة لتمويل عملياتها ، ويستعمل السند لتنظيم الائتمان وعرض النقود وقد تلجأ البنوك المركزية لإصدار السندات في حالة التضخم لامتصاص السيولة النقدية الزائدة في السوق.

فالسند حق دائنية يتعهد من خلاله المقرض بدفع مبلغ معين مقابل اقتراضه مضافاً إليه فوائد القرض المحددة بنسبة معينة وفي تاريخ محدد. وعليه فالسند قابل للتداول بيعاً وشراءً في السوق المالي. وبالتالي يعتبر أداة دين تضمن لحاملها حق الدائنية. ففي حالة تحصيل الأرباح وتصفية الشركة تكون لحامل السند الأولوية. كما

أن السند من أدوات الإستثمار ثابتة الدخل كونه يحصل على فائدة ثابتة. وعليه يكون للسند فترة زمنية محددة.

ـ السندات أنواع فمنها سندات حكومية تصدر عن الدولة كسندات الخزينة وهناك السندات التي تصدر عن الجهات الخاصة كالمؤسسات والشركات والبنوك، إلا أن السندات الحكومية أكثر مصداقية وأماناً من غيرها وتمتاز عن غيرها أن فوائدها معفية من ضريبة الدخل .

كما قد تكون السندات لحاملها فلا يذكر اسم المستثمر ويمكن انتقاها من يد لأخرى. أو تكون سندات إسمية يسجل عليها صراحة اسم المستثمر. وقد تصنف السندات حسب الآجال فتتوزع بين سندات طويلة الأجل بفوائد أعلى من غيرها أو سندات متوسطة الأجل وتكون الفوائد عليها أقل من فوائد طويلة الأجل ، وسندات قصيرة الأجل لا تتجاوز مدتها عاماً واحداً وتكون معدلات الفائدة عليها قياساً مع غيرها قليلة نظراً لقصر آجالها وانخفاض درجة المخاطرة.

كما قد تصنف السندات بصفقتها مضمونة أو غير مضمونة. وقابلة للاستدعاء وكذلك قابليتها للتحويل وغير ذلك.

مقارنة بين الأسهم والسندات

لعلنا نتمكن من إيضاح الفوارق بين الأسهم والسندات في النقاط الآتية :

١- من حيث الإدارة والرشيع : يحق لمالك السهم التدخل في إدارة الشركة والاطلاع على سجلاتها والرشيع والتصويت وحضور اجتماعات جمعياتها العمومية، بينما لا يحق ذلك لمالك السند .

٢- من حيث العائد : لا يحصل مالك السهم على أرباح إلا إذا حققت الشركة ربحاً وكانت هناك إمكانية توزيع الأرباح وبذلك لا يكون العائد ثابتاً. على حين مالك السند يحصل على فائدة سنوية ثابتة حتى لو لم تحقق الشركة ربحاً.

٣- من حيث الإسترداد : لا يحق لمالك السهم استرداد قيمة الأسهم ما دامت الشركة قائمة ولم تصفّ ولكن إذا أراد الحصول على قيمة أسهمه اتجه للسوق المالي وقام ببيعها ، أما مالك السند لا يحق له الحصول على قيمة السند إلا بعد انتهاء فترة العقد المتفق عليها .

٤- من حيث الأولوية : لمالك السند أولوية الحصول على الأرباح عند توزيعها أو عند تصفية الشركة . على صاحب السهم مهما كان نوعه سهما ممتازا أم عاديا .

٥- من حيث الضمان : يكون لمالك السند ضمان على أموال الشركة ليتمكن من استرداد المبلغ الذي أقرضه ولذلك صنف السندات على أساس الضمان ، أما مالك الأسهم فليس لديه ضمانات .

التمييز بين الإستثمار والمضاربة والمقامرة

عرفنا الإستثمار فيما مضى على أنه عملية علمية لها أسسها وقواعدها وأشخاصها المتخصصون وطريقة ممارستهم للعملية الإستثمارية مستندة على حسابات دقيقة في ظل العائد المتوقع ودرجة المخاطرة السائدة. كما يستفيد المستثمر من تجارب الآخرين في العمليات الإستثمارية المماثلة. ومن مزايا عملية الإستثمار أنها عملية جماعية تشترك فيها أطراف عديدة معتمدة على فترة استثمارية طويلة الأمد أساساً أو متوسطة وقد تكون قصيرة حسب نوع الإستثمار. من هنا نجد أن درجة المخاطرة إذا ما قورنت بغيرها تكون منخفضة ويمكن حسابها وبالتالي تجنب بعضها، كما أن عائد العملية الإستثمارية قد يكون متواضعاً بعض الشيء إلا أنه يتناسب وحجم المخاطرة.

على حين أن المضاربة شائعة الإستعمال بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية وتأتي بين الإستثمار والمقامرة. فعملية المضاربة هي عملية تكيف في الإستثمار معتمدة على معلومات تكاد تكون موثوقة لمن لهم صلة بالحللين الماليين ولهم قدرة على التنبؤ بمعلومات عن السوق قد لا تتوافر لغيرهم فيبادر المضارب باستغلال الفرصة فيبيع كل

ما لديه من أوراق مالية بسعر أقل من سعر السوق إذا كان يتوقع هبوط الأسعار ولذلك تعتمد المضاربة على نشاط المضارب وصلاته بالآخرين فهي عملية ضرورية لتنشيط السوق رغم أنها تعتمد على الأجل القصير في تحقيق المكاسب السريعة فدرجة المخاطرة فيها مرتفعة نسبياً ولكن العائد كذلك يكون مرتفعاً.

أما المقامرة التي يُعرفها بعض المهتمين أنها المبالغة في المضاربة على أسس غير عقلانية وغير علمية لأن المقامرة هي مراهنة على شيء غير مؤكد الحصول فهي تعتمد الآجال القصيرة جداً والآنية ودرجة المخاطرة فيها عالية جداً ولكن أرباحها إن تحققت كانت مرتفعة جداً وإن لم يحالفه الحظ كانت خسائر المقامر كبيرة جداً . من هنا نجد أن بعضهم يعتبر المقامرة نوعاً من أنواع الاستثمار الذي يحقق الربح الكبير في ظل مخاطرة كبيرة.

وكلها في النهاية مفاهيم متعلقة بالاستثمار ولكن لكل مفهوم خصائصه الإيجابية والسلبية .

مفهوم العائد والمخاطرة في الاستثمار وتحليل منحى العائد والمخاطرة

في هذا الجزء سنتعرف على مفهوم العائد ومفهوم المخاطرة ومن ثمّ تحليل منحى كل منهما .

مفهوم العائد : يُعرف العائد على أنه ما سيحصل عليه المستثمر بالمستقبل نتيجة تضحيته في الوقت الحالي بأمواله من خلال توظيفها بالعملية الاستثمارية لفترة محددة. إلا أن حصول المستثمر على العائد المتوقع ليس مؤكداً نظراً لما يحيط بالاستثمار من احتمالات وقوع الخسارة وتغيير في السياسات الحكومية وسعر الفائدة وتقلبات سعر الصرف وظروف غيبية يعجز العقل البشري عن معرفتها رغم التطور العلمي والتكنولوجي. فتبقى تنبؤات المستثمر معرضة لشيء من عدم اليقين.

مفهوم المخاطرة : يصعب أن نحدد بدقة درجة مخاطرة أي مشروع استثماري نظراً لعدة عوامل كطبيعة ونوع الإستثمار مثلاً، ولذلك هناك من يُقسم الأوراق المالية من حيث الأوراق ذات المخاطرة العالية والأوراق قليلة المخاطرة. وقد تحدثنا فيما مضى عن أنواع المخاطر من حيث المخاطر النظامية وغير النظامية.

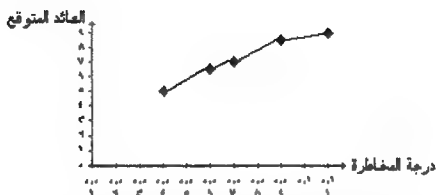
إذن فالعائد والمخاطرة مفهومان مترابطان بعلاقة طردية، فكلما حقق المستثمر عائداً أكبر تطلب ذلك الأمر أن يتحمل درجة مخاطرة أكبر، أما إذا كان المستثمر غير مستعد لتحمل درجة مخاطرة عالية فعليه توظيف أمواله في استثمارات أقل خطورة ولكن عندئذ سيكون العائد أقل.

وبذلك كلما زادت المخاطر الإستثمارية زاد العائد المتوقع من هذا الإستثمار والعكس فكلما نقصت المخاطر الإستثمارية نقص العائد المتوقع من هذا الإستثمار . وإليك المثال الآتي لتوضيح العلاقة بين العائد والمخاطرة وتبيان المنحنى :

مثال :

نفترض أن مستثمراً أراد أن يوظف مبلغاً من المال بشراء بعض الأسهم في السوق المالي من عدة شركات . فجمع البيانات التالية عن الأسهم كما هو موضح بالجدول. ولتوضح العلاقة بين العائد والمخاطرة على الإستثمار من خلال تحليل منحنى العائد والمخاطرة.

نوع السهم	العائد المتوقع	درجة المخاطرة
أ	٩٪	١١ر٠
ب	٨ر٥٪	٩ر٠
جـ	٧٪	٧ر٠
د	٦ر٥٪	٦ر٠
هـ	٥٪	٤ر٠



نستنتج مما سبق أن العلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة طردية فالمنحنى يتجه من أسفل إلى أعلى . ويمكننا قياس المخاطر بإحدى الطريقتين إما الانحراف المعياري أو البيتا .

—

الفصل الثاني

أسواق ومؤسسات الاستثمار

تُعرف أسواق الاستثمار في الأوراق المالية أسهماً كانت أو سندات بالأماكن التي تضمن تداول تلك الأوراق بيعاً وشراءً بطريقة قانونية ومنظمة تحت إشراف الإدارة المعنية وبأدوات وأسس مدروسة .

والأسواق المالية التي يتم فيها تداول أدوات الاستثمار المالي تعمل على توجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية المربحة بما يضمن مصلحة الأطراف المتعاملة، إلا أن لأسواق الاستثمار المالي تصنيفات عدة. كما أن مؤسسات السوق المالية والنقدية تشكل الركائز الأساسية للسوق المالية والنقدية.

وقد لعب سوق عمان المالي دوراً بالغ الأهمية في الحياة الاقتصادية بالعمل على استقطاب رؤوس الأموال وتوظيفها .

ونقدم لدارس هذا الفصل الموضوعات الرئيسية التالية :

* السوق المالية وأهميتها في الإقتصاد وتصنيفاتها.

* السوق النقدي وخصائصه .

* سوق رأس المال وخصائصها.

* سوق العملات الأجنبية وخصائصها.

* سوق اليورو دولار.

* مؤسسات السوق المالية والنقدية.

* الأسواق المالية العربية .

* سوق عمان المالي.

السوق المالية وأهميتها في الإقتصاد وتصنيفاتها

إن ظهور الفوائض المالية نتيجة الثروة النفطية في منتصف السبعينات وما تبعها من زيادة في حجم الإنتاج البرولي وارتفاع في المبيعات أدى إلى زيادة الإدخارات والتفكير في توزيع تلك الأموال بما يضمن العائد المجزي ، وعليه فإن أي مكان يضمن توزيع الفوائض المالية ويحقق عوائد مرغوباً فيها يطلق عليه اسم أسواق الإستثمار.

فأسواق الإستثمار في الأوراق المالية أسهما كانت أم سندات هي تلك الأماكن التي تضمن تداول تلك الأوراق بيعاً وشراء بطريقة قانونية ومنظمة تحت إشراف الإدارة المعنية وبأدوات وأسس مدروسة . فبعض المستثمرين يفضل الحصول على أمواله سائلة فيحول الأسهم يبيعها في السوق المالية لتصبح أموالاً جاهزة بيديه، وبعضهم الآخر يفضل توزيع أمواله السائلة بأن يستثمرها في شراء أوراق مالية.

والواقع أن فكرة السوق كسوق ليست جديدة فهي موجودة منذ القدم ولكن الجديد في الأمر الوسائل المستعملة والأدوات الإستثمارية وأساليب تداولها في ظل التطورات الإقتصادية والاجتماعية والمالية وتبعاً لتطور وسائل الإتصال ووجود السماسرة والوسطاء.

تعريف الأسواق المالية

يمكننا تعريف الأسواق المالية أنها تلك الأماكن التي يتم فيها تداول أدوات الإستثمار المالي أسهماً كانت أو سندات أو غير ذلك من الأدوات بطريقة منظمة ومدروسة لتتم عملية البيع أو الشراء معتمدة في ذلك على القوانين واللوائح والتعليمات التي تضمن سير العملية بنجاح تحقيقاً للعائد المتوقع وتخفيفاً لدرجة المخاطرة المحتملة من خلال توجيه المدخرات الوجهة الإستثمارية الصحيحة في الأسواق المنظمة ضماناً لمصلحة الأطراف المتعاملة في السوق.

أهمية الأسواق المالية في الاقتصاد

من خلال توجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية المربحة بما يضمن مصلحة الأطراف المتعاملة في السوق الذي تحكمه القوانين والتعليمات واللوائح نستطيع إيجاز ما للأسواق المالية الاستثمارية من أهمية في الاقتصاد من خلال ما تقوم به على النحو الآتي :

١- توفير مصادر تمويل للمستثمرين : ليس الأمر كما يظن بعض الناس أن البنوك وحدها القادرة على توفير الأموال للمستثمرين ، بل إن الأسواق المالية كذلك تعمل على توفير مصادر تمويل للمستثمرين من خلال اكتتاب الجمهور في الأسهم والسندات بما يعمل على توفير السيولة للشركات والجهات التي أصدرت السندات للاكتتاب، وبما لا شك فيه أن استمرار عملية التداول للأسهم في السوق بيعاً وشراءً سيضمن إمكانيات توسيع الشركات وزيادة نشاطها الإنتاجي مما يزيد من الثروة وبالتالي ازدهار الاقتصاد.

٢- توجيه الإدخارات نحو الاستثمار : تعمل هذه الأسواق على تشجيع المواطنين لزيادة حجم إدخاراتهم فتوجهها نحو تحقيق المكاسب الاستثمارية من خلال العوائد المحققة من عملية التداول في السوق المالي مما يدفع بالمواطنين لتوجيه ادخاراتهم نحو الاستثمار الأفضل بما يحقق العائد الأكبر والمخاطرة الأقل في ظل الظروف السائدة، وكما نعلم فزيادة الاستثمار ينبغي أن تعمل على زيادة الإنتاجية وتحسين النوعية مما يعود على الاقتصاد بالنمو.

٣- تحقيق التكافؤ والتوازن للسوق : إن جوهر عملية التداول بيعاً وشراءً هو انتقال ملكية الأدوات الاستثمارية من أسهم وسندات من مستثمر لآخر بناء على القوانين والتعليمات واللوائح المتبعة التي تنظم السوق بحيث لا تطفئ قوى على أخرى أو يتلاشى صغار المستثمرين وبالتالي تنظيم عملية تداول الأوراق المالية حفاظاً على السعر

بناءً على قوى العرض والطلب .

ففي سوق عمان المالي يجوز لأسعار الأسهم التحرك بوحدات نقدية على أن لا يتجاوز التغير في سعر السهم (٥٪) من سعر الافتتاح . وهذا بقصد الحد من المضاربة الحادة وحفاظاً على صغار المستثمرين.

تصنيفات أسواق الإستثمار المالي

إن الأماكن أو الأسواق التي تتم فيها العمليات الإستثمارية وهي أسواق الإستثمار المالي يمكن تصنيفها إلى ثلاثة أنواع رئيسة هي :

١- السوق النقدي .

٢- سوق رأس المال .

٣- سوق العملات الأجنبية .

وستتناول كل سوق بالتفصيل لبيان خصائصه وتصنيفاته.

السوق النقدي وخصائصه

السوق النقدي هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأدوات الإستثمارية قصيرة الأجل والكبيرة الحجم كأذونات الخزينة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية والقبولات البنكية .

أ- أذونات الخزينة : هي سندات قصيرة الأجل لا تزيد مدتها عن سنة واحدة ، كسندات الخزينة التي تقررها الدولة لتمويل خزائنها فتعتم " دين عام " يدفع عليه فائدة وتكون القيمة الإجمالية كبيرة . ولذلك تعتبر أدوات دين حكومية تتراوح آجالها من ثلاثة أشهر إلى إثني عشر شهراً في الغالب.

ب- شهادات الإيداع : وتمثل اعترافاً من البنوك التجارية بحق حاملها بما أودع من المال لأجل محدد وتصدر هذه الشهادات بقيم اسمية مختلفة وآجال معينة لكنها لا تزيد

عن سنة، إلا أن ما يميزها هو إمكانية حاملها للحصول على المبلغ قبل تاريخ الإستحقاق مقابل بيعها وبذلك فهي قابلة للتداول والتحويل .

هذا وقد انتشر مثل هذا النوع من الأدوات الإستثمارية في أمريكا وأوروبا في الستينات، أما في الأردن فأول ظهور لها كان عام ١٩٨٠.

ج- الأوراق التجارية : وتشمل الكمبيالات والسحوبات وتعتبر أدوات استثمارية لها شكل السندات الإذنية الصادرة عن مراكز مالية جيدة ، لأن هذه الأوراق تمثل دخلاً ثابتاً ولها سعر خصم كأذونات الخزينة إلا أنها غير مضمونة وبذلك تكون درجة مخاطرتها عالية.

والكمبيالة مستند يتعهد بموجبه المقرض بدفع المبلغ المقرض مضافاً إليه الفوائد المستحقة أما السحوبات فهي أن يقوم التاجر بمصدر البضائع بسحبها على التاجر مستورد البضائع. ويتعهد فيها المستورد بدفع قيمة البضاعة للمصدر خلال فترة زمنية محددة.

د- القبولات البنكية : وهنا يصبح البنك ضامناً متعهداً بدفع المبلغ . فالقبولات البنكية أداة دين تصدر عن البنك باعتبارها سحوبات زمنية للدفع المؤجل لقيمة بضاعة يتم استيرادها ، ولذلك يمكن تداول هذه القبولات البنكية بالسوق النقدي وتعتبر هذه الأداة وسيلة جيدة في تحريك التجارة الخارجية.

وبذلك يمكن تصنيف السوق النقدي إلى ثلاثة أصناف على النحو الآتي:

الصنف الأول : السوق المفتوحة : ويتم فيها التعامل بإسناد القروض والعملات الأجنبية والقبولات البنكية .

الصنف الثاني : سوق النقود تحت الطلب : كالودائع المصرفية والحسابات الجارية المدينة والدائنة .

الصنف الثالث : أسواق الخصم: وتعتمد أساسا الأوراق القابلة للخصم كالأوراق التجارية مثلة بالكميالات والكفالات وشهادات الإيداع.

خصائص السوق النقدي

إن للسوق النقدي أهميته في كونه مصدراً تمويلياً قصير الأجل يمكن إجمال خصائصه في النقاط التالية :

١- يتم تداول الأدوات الاستثمارية في السوق النقدي عن طريق السماسرة الذين يملكون الخبرة ويكون حجم التداول كبيراً .

٢- تعتبر آجال الإستحقاق لأدوات السوق النقدي قصيرة فهي لا تتجاوز سنة واحدة.

٣- يمتاز هذا السوق بالمرونة العالية.

٤- درجة المخاطرة إذا ما قيست بغيرها قليلة وذلك لأن آجال الإستحقاق لا تزيد عن سنة وبالتالي لا يتوقع حاملها تغيراً كبيراً في الظروف السائدة إضافة لكونها صادرة عن جهات ذات مركز إئتماني جيد كالمؤسسات الحكومية والبنوك.

٥- يستطيع البنك المركزي تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل بضبط احتياطات البنوك العاملة ، وبذلك يكون لهذا السوق دوره في السياسة النقدية للبلاد باعتبار البنوك هي الأساس في السوق النقدي .

٦- يزيد من الطاقة الإنتاجية لمختلف المشروعات بتوفيره السيولة للأصول المالية قصيرة الأجل وبالتالي زيادة سرعة دوران رؤوس الأموال مما يحقق إزدهارا للإقتصاد الوطني .

سوق رأس المال وخصائصها

سوق رأس المال هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً والأدوات الاستثمارية طويلة الأجل ولذلك يسمى سوق رأس المال بسوق الأوراق المالية ، ويعتمد حجم التداول فيه على نوعية الأسهم والسندات المطروحة في السوق

وفق الشروط والأحكام التي تنظم عمليات سوق رأس المال وتنقسم سوق رأس المال إلى :

١- سوق رأس المال الفورية : حيث يتم إجراء عمليات البيع والشراء للأوراق المالية في الوقت الحاضر فوراً دونما تأجيل ويتضمن سوق رأس المال الفورية السوق الأولية والسوق الثانوية.

أ- السوق الأولية : وهي السوق التي تهتم بالإصدارات الجديدة كإصدارات الأسهم والسندات للشركات القائمة والحديثة التأسيس بالإكتتاب العام والخاص.

وتتمثل السوق الأولية ببнок الإستثمار والمؤسسات المالية المتخصصة ولذلك تسمى سوق الإصدارات الجديدة .

ب- السوق الثانوية : ويتم فيها تداول الأوراق المالية التي أصدرت سابقاً ، ولا شك أن نجاح السوق الثانوية سينعكس إيجابياً على السوق الأولية فكلما شهدت السوق الثانوية نشاطاً وتداولاً أكبر شجع ذلك على تأسيس شركات جديدة وبالتالي طرح الأسهم للإكتتاب في السوق الأولية . وتنقسم السوق الثانوية إلى أربع أسواق فرعية هي :

* السوق النظامية : يتم تداول الأوراق المالية فيها تحت إشراف الدولة وفقاً للقوانين والتعليمات التي تضعها وزارة المالية والبنك المركزي والجهات المعنية بذلك. ولا يتم تداول الأوراق في هذه السوق إلا لشركات استوفت شروط الإدراج التي تضعها لجنة إدارة السوق . ويتم في هذه السوق تنظيم ومراقبة التداول والأسعار للحفاظ على مصالح المتعاملين تجنباً لعمليات المضاربة المبالغ فيها.

وفيما يلي الجدول رقم (١) الذي يبين أسماء الشركات المتداولة في السوق النظامية حتى شباط ١٩٩٧ في سوق عمان المالي ، والشكل رقم (١) الذي يوضح التوزيع القطاعي لحجم التداول في السوق النظامية لشهر شباط ١٩٩٧ م^(١).

جدول رقم (١)

أسماء الشركات المتداولة في السوق النظامية

اسم الشركة	اسم الشركة	اسم الشركة
البنك العربي	الحمة المعدنية	الألبان الأردنية
البنك الأهلي الأردني	اتحاد أصحاب السيارات	الأردنية لصناعة الأنايب
بنك القاهرة / عمان	العربية الدولية للفنادق	العامة للتعدين
بنك الأردن	الخطوط البحرية الأردنية	رافيا الصناعية للأكياس
بنك الشرق الأوسط	المحفظة الوطنية	دار الدواء
بنك الإنماء الصناعي	العقارية الاستثمارية	العربية لصناعة الألمنيوم
بنك الإسكان	المركز الأردني للتجارة	المواشي والدواجن
البنك الأردني الكويتي	تأجير وصيانة الآليات	العربية لتصنيع الورق
بنك الأردن والخليج	فنادق الشرق الأوسط	الوطنية لصناعة الصلب
بنك الاستثمار العربي	العربية الدولية للتعليم	الصناعات الوطنية
البنك الإسلامي الأردني	الزرقاء للتعليم والاستثمار	الصناعات البتروكيماوية
بنك الاتحاد	الموحدة لتنظيم النقل البري	الأردنية لصناعة الصوف
البنك الأردني	الاتحاد لتطوير الأراضي	العالمية لصناعات الكيماوية
بيت المال للإدخار	التنقيب للصناعات	الوطنية لصناعة الكوابل
بنك المؤسسة العربية	مصانع الاسمنت	السيلفو كيماويات الأردنية

(١) - النشرة الإحصائية الشهرية لسوق عمان المالي ، العدد الخمسون ، شباط ١٩٩٧

بنك فيلادلفيا للاستثمار	مناجم الفوسفات	المركز العربي للصناعات
البحار العربية للتأمين	البوتاس العربية	الكوثر للاستثمار
التأمين العامة العربية	مصفاة البترول الأردنية	العالمية الحديثة
الأردنية الفرنسية للتأمين	الدباغة الأردنية	الموارد الصناعية الأردنية
الأراضي المقدسة للتأمين	الصناعات الصوفية	الكابلات الأردنية
التأمين الوطنية الأهلية	صناعات تجارية	الزي لصناعة الألبسة
الكهرباء الأردنية	مصانع الأحواض	الدخان والسمائل
الفنادق والسياحة الأردنية	العربية لصناعة الأدوية	اتحاد الصناعات
كهرباء محافظة اربد	مصانع الخزف الأردنية	

الشكل (١)

التوزيع القطاعي لحجم التداول في السوق النظامية لشهر شباط ١٩٩٧



المصدر : النشرة الإحصائية الشهرية لسوق عمان المالي ، العدد الخمسون ، شباط

١٩٩٧

* السوق الموازية : وهي مكان للسماسة والوسطاء الذين ينظمون صفقات البيع والشراء لأسهم شركات لم تستوف شروط الإدراج في السوق النظامية.

٢- سوق العقود المستقبلية : وهو سوق تعقد فيه العقود بين العملاء لشراء وبيع الأدوات المالية في المستقبل. ويستعمل المستثمرون هذه العقود للحماية من مخاطر تغير الأسعار للأدوات المالية مستقبلاً. وقد تكون هذه العقود عقوداً مستقبلية ملزمة بالتنفيذ وقد تكون عقوداً مستقبلية غير ملزمة بالتنفيذ (أي مع حق الاختيار).

كما أن بعض المضاربين يستعملون هذا النوع من العقود لتحقيق المكاسب السريعة ويتم في سوق العقود المستقبلية غير ملزمة بالتنفيذ (أي مع حق الاختيار) العمل بثلاثة أنواع من عقود الاختيار هي :

١- عقود حق خيار البيع.

٢- عقود حق خيار الشراء.

٣- عقود حق خيار الشراء والبيع معا.

سوق العملات الأجنبية وخصائصه

مع ازدهار الحركة التجارية وتطور العلاقات الدولية أصبح لا بد من التعامل بالعملات الأجنبية. وسوق العملات الأجنبية هو بيع وشراء العملات ، وهكذا فإن التبادل في هذا السوق هو تبديل العملة المحلية بعملة أجنبية أو تحويل عملة أجنبية إلى عملة أجنبية أخرى ضمن أماكن محددة تسمى أسواق العملات الأجنبية . إلا أن الأهمية النسبية للعملة تعتمد على قوة الاقتصاد والتقدم التكنولوجي وأكثر العملات الأجنبية تعاملًا بالأسواق هي : الدولار الأمريكي والين الياباني والفرنك الفرنسي والجنيه الإسترليني والمارك الألماني . ونذكر على سبيل المثال لا الحصر أهم الأسواق العالمية للعملات الأجنبية : سوق لندن وباريس وفرانكفورت ونيويورك وطوكيو.

ولا شك أن التقدم التكنولوجي الهائل قد طور من أساليب الإتصال فقارب بين الدول وأسواقها . ومن أهم خصائص هذا السوق :

أ- ليس هناك مكان محدد لاتصال البائعين والمشتريين فقد تتم العمليات عن طريق "الفاكس" أو "التلكس" أو الهاتف أو أي من أنواع الاتصالات.

ب- تتعامل في هذا السوق البنوك التجارية بشكل كبير حيث تتصل البنوك فيما بينها ومع الوسطاء من خلال غرفة خاصة للتعامل بالعملة الأجنبية ، إلا أن بعض البنوك لا تتعامل في هذا السوق فنجد لا يحتوي على هذه الغرفة وبالتالي لا يجوز لها التعامل مع بعضها إلا عن طريق وسطاء ومقابل عمولة محددة ويختلف الوضع إن كان التعامل من داخل لندن أو من خارجها ، لا سيما وأن لندن قد تم اتخاذها مكاناً لهذه العمليات.

ج- فارق التوقيت إحدى خصائص هذه الأسواق، نظراً للموقع الجغرافي يحدث اختلاف في ساعات العمل فقد تكون ساعة إغلاق سوق ما هي ساعة افتتاح سوق أخرى.

ويمكن تقسيم أسواق العملات بناء على التوقيت والموقع إلى ثلاث مناطق هي:

١- منطقة أمريكا ٢- الشرق الأقصى (شرقي آسيا) ٣- أوروبا

وعموماً تعتمد آلية عمل السوق على قوى العرض والطلب في ضوء التطورات السياسية والاقتصادية.

سوق اليورو دولار وخصائصه

إن الأصل في تعبير اليورو دولار " Euro Dollar " هو الكلمة Euro وتعني أوروبا ، والكلمة Dollar وهي عملة الولايات المتحدة الأمريكية ، وهكذا أخذ السوق الأوروبي يتعامل بالدولار الأمريكي وتعود بداية ذلك إلى أن الاتحاد السوفياتي كان يودع ما لديه من دولارات أمريكية في حساب له في بنك فرنسي عنوانه البرقي هو اليوروبنك " Euro bank " حيث كان يعتمد الاتحاد السوفياتي على الدولار الأمريكي في معاملاته التجارية مع الخارج، وقد كان هذا البنك مشهوداً له بنشاطه

وتعامله بالدولار خارج الولايات المتحدة الأمريكية ، وما أن ازداد اتساع نشاطه حتى أطلق هذا المفهوم على كل ما يحتفظ به من دولارات أمريكية لدى البنوك العاملة خارج أمريكا، وأصبحت كل عملية إيداع لدى هذا البنك تدعى "باليورو دولار". ثم ظهر بعض الأسواق المماثلة كسوق الين الياباني وسوق المارك الألماني والفرنك الفرنسي.

وهكذا أدى ظهور هذا السوق لزيادة عرض العملات الأجنبية وبالتالي تسهيل إمكانيات التمويل مما أدى إلى إزالة الفوارق في أسعار الفائدة على القروض، الشيء الذي جعل من حركة الأموال أكثر حرية وبالتالي ضرورة الاتفاق على سعر الصرف لإنهاء عملية التبادل بسرعة مع قدرة المتعاملين على تغيير الأسعار حسب قوى العرض والطلب في السوق متبعين في ذلك توسيع الهامش بين سعر الشراء والبيع للعملات.

مؤسسات السوق المالية والنقدية

مؤسسات السوق المالية والنقدية هي الأطراف المتعاملة في السوق المالية والنقدية فتشكل الركائز الأساسية لهذه السوق. وكلما تطورت وازدهرت هذه المؤسسات حققت تطوراً وازدهاراً للسوق المالية والنقدية وهذه المؤسسات الركائز هي:

- ١- البنوك المركزية .
- ٢- البنوك التجارية .
- ٣- الشركات المالية .
- ٤- الصناديق المشتركة .
- ٥- صناديق التقاعد.
- ٦- شركات التأمين .
- ٧- الشركات الكبيرة .

وستتناول كلاً منها على النحو الآتي :

١- البنوك المركزية

يتصدر البنك المركزي قمة الجهاز المصرفي لما له من القدرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية والأصول النقدية إلى أصول حقيقية فهو الذي يقوم بإصدار النقد ، وفي الواقع إن نشأة البنوك المركزية لم تكن إلا بعد ظهور البنوك التجارية ، وغالباً ما يبدأ البنك المركزي عمله كبنك تجاري حتى تمنحه الدولة سلطة إصدار النقد كما حدث في السويد عام ١٦٦٨ وبنك إنجلترا عام ١٦٩٤ وبنك فرنسا عام ١٨٠٠ ، وهكذا باشرت البنوك المركزية أعمالها المصرفية . هذا وقد تأسس البنك المركزي الأردني عام ١٩٦٤ ليحل محل مجلس النقد الأردني.

وهكذا فإن أهم وظائف البنك المركزي تنظيم السياسة النقدية لضبط عمليات الائتمان وعرض النقود حفاظاً على توازن السوق النقدي ومراقبة أسعار الفائدة. ولأن البنوك المركزية من المتعاملين في السوق المالية والنقدية والعملات الأجنبية فإنها تهتم بنسب الاحتياطيات المفروضة على البنوك لتسمح بتوجيه الإدخارات نحو الاستثمارات المثلى. ويمكن تلخيص دور البنوك المركزية في السوق المالي والنقدي من خلال :

- ١- توجيه السياسة النقدية.
- ٢- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها.
- ٣- مراقبة عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية.
- ٤- الإشراف على أدوات السوق النقدي من بيع وشراء للسندات وأذونات الخزينة ، بمعنى ممارسة سياسة السوق المفتوحة.
- ٥- إصدار النقد وعرضه في السوق مع مراقبة وضبط سعر الفائدة بما يحقق الإزدهار الاقتصادي .

٢- البنوك التجارية

نشأت البنوك التجارية في أواخر القرون الوسطى عندما قام التجار والصياغ في أوروبا وتحديدًا في البندقية وبرشلونة بقبول أموال المواطنين بهدف الحفاظ عليها مقابل إصدار شهادات إيداع إسمية ، إلا أنه وفي القرن الرابع عشر أصبح بعض التجار يسمحون لعملائهم بسحب مبالغ تتجاوز أرصدهم . ومع مرور الزمن أنشئ أول بنك حكومي في البندقية ثم أنشئ بنك أمستردام عام ١٦٠٩ لحفظ الودائع وتحويلها من حساب لآخر. ومنذ القرن الثامن عشر أخذت البنوك بالازدياد تدريجياً، ففي الأردن نتم افتتاح البنك العثماني عام ١٩٢٥ ثم جاء البنك العربي الذي افتتح فرعاً له في عمان عام ١٩٣٤.

وهكذا عملت البنوك على تنمية الإدخارات وتوجيهها نحو الإستثمارات فأخذت تعمل في السوق المالية والتقنية من خلال توظيفها للأموال ومنح القروض وإصدار شهادات الإيداع والقبولات المصرفية وتقديم الخدمات الإستشارية للعملاء وتحصيل الأوراق التجارية وكذلك شراء وبيع العملات الأجنبية والعربية.

وقد أخذت البنوك التجارية تلعب دور الوسيط في السوق المالي من خلال شراء وبيع الأوراق المالية وجنيها الأرباح مقابل عمولة، كما عملت على شراء وبيع الأوراق المالية لحسابها الخاص.

٣- الشركات المالية

وهي شركات وساطة مالية تقوم ببعض الأعمال الإستثمارية لصالح محفظتها المالية كالتعهد والتغطية . فقد إهتم السوق المالي والنظام المصرفي منذ مباشرة أعماله بتطوير خدمات الوساطة المالية وتنشيط التعامل في السوق الثانوي وعمليات السوق الأولي وهذه الشركات مصادر تمويل كالودائع التي تشمل شهادات الإيداع والتوفير لأجل وكذلك رأس المال المدفوع والاحتياطات والعمولات التي تحققها.

٤- الصناديق المشتركة

وهي صناديق تتمتع بشخصية اعتبارية تعمل على تشجيع الإدخارات لاسيما صفار المدخرين فتجمع الإدخارات لإستثمارها بالطريقة المثلى ونرى هذه الصناديق المشتركة تعمل دوما تحت إشراف الدولة.

٥- صناديق التقاعد

وهي صناديق لها استقلالها المالي والإداري بصفتها مؤسسات استثمارية حكومية تهتم باستثمارات القطاع العام لإقامة مشاريع تخدم أهداف الخطط التنموية.

٦- شركات التأمين

وهي شركات مساهمة عامة تمتلك أموالا ضخمة فتسمى لتوزيع الخطر على أكبر عدد من الأفراد مقابل قسط التأمين الذي يدفعه المؤمن لشركة التأمين . ويتم التعامل بموجب عقد ينظم العلاقة بينهما. وعليه تصبح الشركة بحيرة يتحمل نتائج الأخطار المؤمن ضدها مقابل الأقساط التي تجمعها وتوظفها في السوق المالي والنقدي.

٧- الشركات الكبيرة

هي شركات مساهمة عامة أو مقفلة تتجمع لديها مبالغ ضخمة موزعة على أكثر من دولة واحدة ويدير نشاطها مجلس إدارة هدفه الحفاظ على درجة من السيولة النقدية وتشغيل الفوائض تحقيقا لأكبر عائد في ظل المخاطرة وهي تشمل ما ذكرناه عن شركات التأمين وصناديق التقاعد وصناديق الإستثمار المشتركة وما إلى ذلك.

الأسواق المالية العربية (نظرة عامة)

لا زالت الأسواق المالية العربية حديثة النشأة إذا ما قورنت بالأسواق العالمية ومرد ذلك أن الإقتصادات العربية كانت تحت السيطرة الإستعمارية فبقيت ضعيفة ومحدودة ولم يكن للدول العربية المستقلة حديثاً من اهتمام سوى الخروج من آثار الإستعمار بوضع الخطط التنموية وبناء الدعائم الأساسية لاقتصاد البلاد، فلم تهتم بادئ ذي بدء بالأسواق المالية ولم تواكب القوانين والتشريعات المالية والنقدية مما شكل عائقاً أمام ازدهار الأسواق المالية التي تفتقر للهيكل التنظيمي واللوائح الرئيسة لعمل الأسواق ، حتى أن الشركات المدرجة في الأسواق لم تكن ذات رأسمال كبير، إلى أن جاءت فترة منتصف السبعينات حيث شهدت البلاد العربية الإنتاج الوفير من النفط والبيع الكبير الذي حقق عوائد مالية مجزية فأخذت البلاد العربية حراً ظهور زيادة في دخولها ففكر باستثمار هذه الأموال بناء على أسس علمية مدروسة للتخلص من ظاهرة هروب رأس المال للخارج فأخذت تعمل على إنشاء أسواق مالية تستقطب من خلالها رؤوس الأموال. إلا أنه وحتى هذه اللحظة لا زالت الإقتصادات العربية صغيرة الحجم لا تستوعب المشاريع الضخمة والأموال المتزايدة ، لا سيما في ظل اللوائح والقوانين القديمة التي ما زال بعضها قائماً.

لذلك كان لزاماً على البلاد العربية أن توسع من حجم نشاطها الإستثماري بإحداث التغيرات والتطورات في القوانين والتشريعات النقدية والمالية وزيادة الوعي الإستثماري فكثيرون يعتقدون أن الإدخار والإكتناز أكثر ربحاً من الإستثمار في ظل المخاطرة المتوقعة ، إلا أن إكتناز الأموال فيه إضاعة لفرص استثمارية كبيرة وفيه تعطيل لرؤوس الأموال .

وسنقتصر في دراستنا على سوق عمان المالي كنموذج للأسواق المالية العربية. وإن كنا سنأتي على دراسته بشيء من التفصيل فيما بعد حيث نعرف على أهم العوامل

والمصاريف في سوق عمان المالي.

سوق عمان المالي

تأسس سوق عمان المالي عام ١٩٧٦ حيث يتمتع بالشخصية الاعتبارية وله استقلاله المالي والإداري ، إلا أنه لم يباشر أعماله ولم يتم افتتاحه رسمياً إلا في ١٩٧٨/١/١ ، وبذلك يكون إنشاء السوق خطوة هامة من خطوات تطوير الجهاز المصرفي والمالي في الأردن بإستثمار المدخرات المالية أفضل استثمار بما يخدم الإقتصاد الأردني. وقد تحدت غايات وأهداف السوق فيما يلي :

١- تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية بزيادة الإدخارات وتوجيهها لصالح الإقتصاد وإزدهاره.

٢- إصدار الأوراق المالية ومراقبتها وتنظيمها قانونياً لتسهيل عملية التداول بما يضمن مصلحة المستثمرين لا سيما صغارهم.

٣- نشر البيانات والمعلومات والإحصائيات من خلال توفيرها من الشركات إن كان لها علاقة بأعمال السوق، مما يتيح للمستثمرين اتخاذ قرارهم الإستثماري بما يخدم التنمية الإقتصادية.

٤- العمل على توزيع منافع الإستثمار على أكبر قاعدة من المساهمين من خلال تشغيل رؤوس أموال الوحدات الإنتاجية الكبيرة وبالتالي تحسين مستويات المعيشة.

٥- العمل على استقطاب رؤوس الأموال وتشغيلها بتوزيعها على البدائل الإستثمارية الأكثر إنتاجية لتحقيق إمكانيات تراكم رؤوس الأموال وتقوية الإقتصاد.

وتتم إجراءات التداول بين الوسطاء وعملائهم في ذات الجلسة وفق القوانين والتعليمات حيث يقوم الوسيط بتسليم كشف بعقود تحويل الأسهم إلى السوق في مدة لا تزيد عن نهاية اليوم الذي يلي يوم تنفيذ عمليات الشراء أو البيع داخل قاعة السوق، ثم يقوم سوق عمان المالي بتحديث سجلاته وتلقيق العقود لاحتساب العمولة اللازمة،

ثم يقوم بتسليم عقود التحويل إلى الشركات المعنية خلال يومين من استلامه العقود من الوسطاء. وبذلك فإن إجراءات التداول والتسوية والتحويل يجب أن تتم خلال ثلاثة أيام من تاريخ إبرام العقد داخل قاعة السوق.

تنقسم الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق إلى أسهم وسندات حيث يتم تنفيذ أوامر بيع وشراء الأوراق المالية ، ويتم تداول الأسهم على أساس الوحدة ، هذا ويمكن أن يتغير سعر السهم بحدود (٥٪) من سعر الافتتاح . وذلك للحد من المضاربة الشديدة والتقلب الكبير في سعر السهم حفاظاً على مصلحة صغار المستثمرين.

يتم نشر أسعار أسهم الشركات المتداولة في السوق النظامية بشكل فوري عبر شبكة الإنترنت ليطلع على ذلك المستثمرون داخل وخارج الأردن لمتابعة أسعار الأسهم كما يتم نشر معلومات التداول بشكل يومي وأسبوعي من خلال التلفاز الأردني والصحف المحلية، وتدرج المعلومات كذلك في النشرة الإحصائية الشهرية التي يصدرها سوق عمان المالي أو في التقرير السنوي الذي يغطي نشاط السوق خلال سنة، وهناك دليل للشركات المساهمة العامة الأردنية تحتوي على معلومات مفصلة عن الشركات والنسب المالية وأعداد المساهمين ونسب الملكية إضافة إلى توضيح بعض النقاط الأخرى.

وتوجد في سوق عمان المالي قاعة كبيرة للتداول مقسمة إلى قسمين أحدهما مخصص للمستثمرين وعامة الجمهور والمراقبين ، أما القسم الآخر فهو مخصص لعمليات التداول من بيع وشراء حيث يتم تنفيذ الأوامر من موظفي السوق . وتكون على الجدران ألواح يضاء مسجل على كل واحد اسم الشركة المدرجة في السوق. ويقسم كل لوح إلى جانبين جانبيه الأيمن مخصص لأوامر الشراء والجانب الأيسر لأوامر البيع، وكل جانب يقسم إلى ثلاث خانات بحيث تخصص الخانة الأولى لاسم وتوقيع الوسيط والخانة الثانية لعدد الوحدات في حين تخصص الخانة الثالثة للسعر.

ولنفترض أن متعاملاً في السوق أراد شراء ١٠٠ سهم من أسهم البنك العربي بسعر ٢٦٥ ديناراً فإن الوسيط الذي يمثل هذا الشخص يتجه للوح البنك العربي ويسجل تحت خانة الوسيط اسمه وتوقيعه وتحت الخانة الثانية عدد الوحدات المطلوبة للشراء وتحت الخانة الثالثة السعر الذي سيشتري به. فإذا كان هناك متعامل آخر في السوق يرغب ببيع هذه الأسهم بالسعر المطلوب يتجه وسيط البائع بشطب ما وضعه وسيط المشتري فيكتب اسمه وتوقيعه. وبذلك تكون الصفقة قد تمت حسب قانون العرض والطلب في السوق. وبعدها تسجل العملية في سجلات السوق على عدة نماذج فيأخذ الوسيط البائع نسخة والوسيط المشتري نسخة وتبقى لإدارة السوق النسخة الثالثة والرابعة.

هذا وقد شهد سوق عمان المالي العديد من التطورات منذ تأسيسه والجدول التالية توضح تلك التطورات عبر عدد من السنوات .

١- مؤشرات الأداء في سوق عمان المالي :

يتضح من الجدول رقم (٢) " مؤشرات الأداء في سوق عمان المالي مقارنة مع بعض المؤشرات الاقتصادية " (١) أن القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق النظامية قد ارتفعت بما نسبته ٧١,٦٪ من الناتج الإجمالي عام ١٩٩٥م مقابل ما نسبته ٧٧,١٪ لعام ١٩٩٤م.

(١) - سوق عمان المالي : التقرير السنوي الثامن عشر ١٩٩٥م، ص ١٩

الجدول رقم (٢)

مؤشرات الأداء في سوق عمان المالي مقارنة

مع بعض المؤشرات الاقتصادية

السنة	حجم التداول في السوق النظامية إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)	حجم التداول في السوق النظامية إلى السيولة المحلية (%)	القيمة السوقية للسوق النظامية إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)
١٩٩١	١٠٢	٧٩	٥٩٢
١٩٩٢	٢٥٢	٢١٠	٦٥٠
١٩٩٣	٢٤٠	٢٠٨	٨٦٥
١٩٩٤	١٠٣	٨٩	٧٧١
١٩٩٥	٧٨	٧٠	٧١٦

٢- السوق الثانوية :

لا تزال مؤشرات أداء السوق الثانوية المتمثلة بالسوق النظامية والسوق الموازية وسوق السندات والتحويلات المستثناة من التداول داخل القاعدة، لا تزال مستمرة بالتراجع الذي بدأه عام ١٩٩٣م بسبب إصدارات السوق الأولية وإتاحة فرص استثمارية جديدة امتصت جزء كبيراً من السيولة المتاحة ، ناهيك عن ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع وأدوات الدين العام. والجدول التالي رقم (٣) يوضح حجم التعامل في السوق الثانوية للأعوام (١٩٩١-١٩٩٥)^(١)

(١) - للمصدر السابق التقرير السنوي لعام ١٩٩٥، ص ٢٧

حجم رقم (٣)

حجم التعامل في السوق الثانوية للأعوام (١٩٩١-١٩٩٥)

السنة	السوق النظامية	السوق الموازية	سوق السندات	التحويلات	المجموع
١٩٩١	٢٩٢ر٤	١٠ر٤	١ر٤	١٦ر١	٣٢٠ر٣
١٩٩٢	٨٧٨ر٨	٨ر٢	٤ر٣	١٨ر٥	٩٠٩ر٨
١٩٩٣	٩٣٣ر٤	٣٥ر٢	٤ر٧	٣٨ر٩	١٠١٢ر٢
١٩٩٤	٤٣٠ر٣	٦٤ر٧	٤ر٤	٤٧ر٤	٥٤٦ر٨
١٩٩٥	٣٦٢ر١	٥٦ر٨	١٢ر٢	٨٣ر٣	٥١٤ر٤

ويمكن القول ؛ إن الغايات التي تنشأ من أجلها الأسواق المالية تتمثل فيما يلي:

١- خدمة الإقتصاد الوطني بإنعاش الحياة الإقتصادية عن طريق تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية.

٢- العمل على استقطاب رؤوس الأموال وتوظيفها التوظيف المناسب .

٣- التأكيد على سياسة الإفصاح المالي.

٤- تحديد القوانين التنظيمية لتنظيم عملية تداول الأوراق المالية.

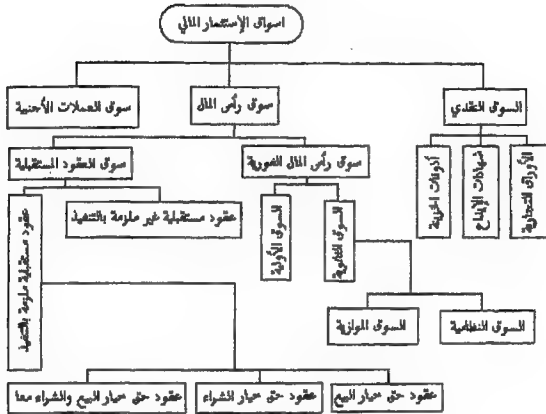
٥- تنظيم عملية الوساطة.

٦- التأكد من استيفاء الشركات التي تدرج أسماؤها في السوق لكافة الشروط.

٧- السعي وراء تطوير السوق المالية من خلال لجنة تشرف على سير عمل الشركات المسجلة.

وفيما يلي الشكل رقم (١) الذي يوضح أسواق الاستثمار المالي.

الشكل رقم (٢)
أسواق الاستثمار المالي



الفصل الثالث

أركان وأساليب التعامل في أسواق الاستثمار المالي

يعتبر الوسطاء هم وكلاء العملاء ، ومن أهم واجباتهم تداول الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية بكل أمانة ودقة. وتمثل أوامر السوق الطريقة التي يتفق عليها الوسيط مع العميل المستثمر لتنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية.

هذا وقد لا يمتلك المستثمر كامل مبلغ الصفقة فليجأ للاقتراض من أحد البنوك أو مؤسسات الاقتراض المتخصصة، ما ينقصه من المال بهدف المضاربة ليستفيد من ارتفاع الأسعار المتوقع والسيطرة على التداول في السوق. وبذلك يكون قد جسد فكرة الاستثمار بالهامش.

إن عملية الاستثمار بالهامش أشبه ما تكون بسلاح ذي حدين، فكما أنها قد تحقق الربح الوفير وتضاعف من أرباح المستثمر فإنها كذلك قد تحقق عسارة كبيرة وتضاعف من الخسائر المحتملة ، لذلك كان لا بد من الأخذ بعين الاعتبار أسس الاستثمار بالهامش.

وجعلنا هذا الفصل يقوم بتفصيل الموضوعات الهامة التالية :

* الوسطاء والسماسة ودور كل منهم في الاستثمار .

* أوامر السوق .

* عمليات الاستثمار بالهامش.

* البيع القصير والبيع الطويل .

* الأسواق المستمرة للاستثمار مقابل الأسواق المؤقتة.

* التعامل في أسواق الاستثمار.

الوسطاء والسماصرة ودور كل منهم في الإستثمار

يعمل الوسطاء والسماصرة على نقل الأموال في الأسواق بين المقرضين والمقرضين وإن عملية التداول للأوراق المالية بيعاً وشراء في أسواق الأوراق المالية لا تتم إلا عن طريق الوسطاء والسماصرة وذلك حسب القوانين والأنظمة التي تنظم عمل أسواق الأوراق المالية شريطة أن يكون هؤلاء الوسطاء والسماصرة مرخصين ومسجلين رسمياً في إدارة السوق، ليتمكنوا من مباشرة وممارسة أعمالهم وفق الأنظمة والقوانين السائدة لتنفيذ أوامر عملائهم بأداء سليم دقيق ، مقابل عمولة معينة تحددها الإدارات المعنية.

ولكن في حقيقة الأمر ان هناك فرقاً يكاد لا يظهر بين الوسيط والسماصر. فالسماصر ينتهي عمله بتقديم خدمات السمسرة بتوفير إمكانيات الإتصال بين المقرض والمقرض مقابل عمولة معينة لإنجاز الصفقة المالية، على حين أن الوسطاء الذين يعمر عنهم بالوكلاء للعميل يقومون بشراء الأوراق المالية مباشرة من مصدرها وإيصالها إلى المستثمر ليتم بيعها بسعر أعلى في السوق المالي ، والوسطاء قد يكونون مؤسسات مالية كالبنوك المتخصصة والبنوك التجارية وشركات التأمين... الخ، على حين أن السماصر يتعامل بصفته الشخصية وقد تكون هناك مكاتب متخصصة للسمسرة شريطة توفر الثقة والمركز المالي الجيد ليتقاضى مقابل ذلك عمولة لإنجاز الصفقة .

واجبات وحقوق الوسطاء والسماصرة

١- بما أن الوسطاء هم وكلاء العملاء فإن أهم واجباتهم تداول الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية بيعاً وشراء بكل دقة وأمانة حتى لا يقع أحدهم بالخطأ لأنه سيتحمل نتيجة ممارسته الخاطئة ومقابل ذلك فللوسطاء حق حصولهم على العمولة القانونية المحددة.

٢- على الوسطاء مسك الدفاتر المحاسبية فيما لو طلبتها إدارة السوق المالية بغرض الرقابة .

٣- أهم واجبات السماسرة حفظ الأسرار فلا يُصرح بأسرار العملاء ومعاملاتهم.

٤- على الوسيط التقيد بأوامر العميل فلا يشتري أكثر أو أقل مما طلب العميل ولا يبيع أكثر أو أقل مما طلب العميل وبالتالي التأكد من تنفيذ جميع الأوامر لأن إبرام عقد الصفقة سيتبعه مسؤولية قانونية.

٥- لا يجوز للوسيط أن يحقق مصالح شخصية لحسابه الخاص من خلال فارق الأسعار بيعاً وشراءً .

وعند اختيار الوسيط الذي سينفذ أوامر العميل الذي وكله ليقوم بعملية الشراء والبيع يجب الأخذ بعين الاعتبار أن يكون الوسيط مسجلاً لدى إدارة السوق وصاحب سمعة طيبة يمتاز بالثقة والأمانة والصدق إضافة لكون مركزه المالي جيداً مما يدعم ثقة المتعامل فيكون ملتزماً بالواجبات عارفاً لحقوقه متمتعاً بالمهارة والقدرة لتوفير البيانات والمعلومات الصحيحة وتقديم الاستشارة المالية للعميل من خلال قدراته وإمكاناته المتاحة لدراسة السوق والتنبؤ بالمستقبل نظراً لممارسته المستمرة لعمل السوق ومعرفته بظروفه.

العمولات والرسوم المفروضة جراء عملية التداول

تختلف العمولات والرسوم من سوق مالي لدولة عن سوق مالي لدولة أخرى فلكل سوق مالي لوائحه وتعليماته التي تحدد العمولات والرسوم كعمولات الوسيط والعمليات المستثناة من التداول داخل القاعة، وهذه العمولات والرسوم في سوق عمان المالي موضحة على النحو التالي^(١) :

(١) - كتيب صادر عن سوق عمان المالي - لسنة ١٩٩٣ - ص ٢٦ إلى ص ٢٨

أ- عملات الوسيط

عند تداول الأوراق يتقاضى الوسيط عمولة من البائع أو المشتري ، أو من الإثنين معا في حالة تعامله لصالح الطرفين في عملية تداول واحدة ، وفق النسب الموضحة لاحقا:

قيمة الأسهم المباعة أو المشتراة (بالدينار)	عمولة الوسيط
٢٠٠٠٠ - ١	٦٥٠ ألف
٢٠٠٠١ فما فوق	٥٠ ألف

قيمة السندات المباعة أو المشتراة بالدينار	عمولة الوسيط
من دينار فما فوق	١٠ ألف

ب- العملات التي يستوفيهها السوق على العمليات المستثناة من التداول داخل القاعة:

١- عمولة مقدارها (١٠٪) عشرة بالمائة يستوفيهها السوق من العمولة المقررة للسوق في الحالات العادية ، وتستوفي هذه العمولة من طرف واحد. كعمليات التحويل الإرثي.

٢- عمولة مقدارها (٢٠٪) عشرون بالمائة من العمولة المقررة للسوق في الحالات العادية ، وتستوفي هذه العمولة من طرفي العقد. كعمليات التحويل التي تتم بين الأصول والفروع.

٣- عمولة مقدارها (١٠٠٪) مائة بالمائة من العمولة المقررة للسوق في الحالات العادية، وتستوفي هذه العمولة من طرفي العقد . كعمليات التعاقد التي تتم خارج حدود المملكة.

٤- عمولة مقدارها (١٠٠٪) مائة بالمائة من العمولات المقررة للسوق في الحالات العادية، كعمليات التحويل التي تتم ما بين الأقارب لغاية الدرجة الثالثة بإستثناء عمليات التحويل الواردة في البند (٢) وتستوفى هذه العمولة من طرفي العقد.

٥- عمولة مقدارها (١٠٠٪) مائة بالمائة من العمولات المقررة للسوق في الحالات العادية كعمليات البيع التي تتم بأمر من المحاكم.

٦- عمولة مقدارها (١٠٠٪) مائة بالمائة من العمولات المقررة للسوق في الحالات العادية كعمليات التحويل المستثناة من التداول داخل القاعة بموجب قرار من اللجنة.

وفي جميع الأحوال السابقة لا يجوز أن تقل عمولة السوق عن (١٠٠) مائة فلس.

ج- الرسوم والطابع

يستوفى سوق عمان المالي نسبة (١٥ ألف) كرسوم طابع الواردات عن عقود تحويل الأوراق المالية لحساب وزارة المالية على أساس القيمة الإسمية للأوراق المالية ، ويتم استيفاؤها من المشتري فقط، على أن تعفى السندات من هذه الرسوم. كما ويعفى المستثمرون الأفراد من الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التداول بالأوراق المالية أو الموزعة عليهم من الشركات المساهمين فيها.

وما يعيننا هاهنا عمولات الوسيط تتيحه عملية التداول والرسوم والطابع المستوفاة كرسوم طابع الواردات لحساب وزارة المالية على أساس القيمة الإسمية.

وفيما يلي مثال توضيحي يوضح كيفية احتساب العمولة والرسوم وتكلفة السهم الإضافية .

مثال توضيحي :

إذا قام أحد المستثمرين بشراء (١٠٠٠) سهم . وكانت القيمة السوقية للسهم الواحد (١٠) دنانير علما أن القيمة الإسمية للسهم هي (٧) دنانير .

والمطلوب :

- ١- حساب عمولة الوسيط.
- ٢- حساب قيمة الرسوم والطوابع.
- ٣- حساب ما يتحمله المشتري من مصاريف.
- ٤- حساب التكلفة الإضافية للسهم.
- ٥- حساب تكلفة شراء السهم الكلية.

الحل :

عدد الأسهم المشتراة ١٠٠٠ سهم.

القيمة السوقية للسهم الواحد ١٠ دنانير .

القيمة الاسمية للسهم ٧ دنانير.

لمحسب القيمة السوقية للأسهم :

القيمة السوقية للأسهم = عدد الأسهم المشتراة × القيمة السوقية للسهم (سعر الشراء)

$$= 10 \times 1000$$

$$= 10000 \text{ دينار .}$$

١- لمحسب عمولة الوسيط :

إذا كانت قيمة الصفقة من ١ - ٢٠٠٠٠ دينار كانت العمولة المستوفاة ٦٥ ألف.

أما إذا كانت قيمة الصفقة من ٢٠٠٠١ فما فوق كانت العمولة المستوفاة خمسة بالآلف.

وفي مثالنا هذا نجد أن قيمة الصفقة ١٠٠٠٠ دينار فتستوفى إذن عمولة (٦٥ ألف)

$$\text{عمولة الوسيط} = 10000 \times \frac{65}{1000}$$

$$= 650 \text{ دينار}$$

٢- نحسب الرسوم والطوابع :

تحسب رسوم الطوابع المستحقة على المشتري فقط على أساس القيمة الاسمية للأسهم بنسبة (١٥ ألف) .

القيمة الاسمية للأسهم = عدد الأسهم المشتراة × القيمة الاسمية للسهم الواحد.

$$٧ \times ١٠٠٠ =$$

$$= ٧٠٠٠ دينار$$

$$\text{إذن رسوم الطوابع المستحقة على المشتري فقط} = \frac{١٥}{١٠٠٠} \times ٧٠٠٠ =$$

$$= ١٠.٥٠ دينار$$

٣- نحسب مجموع ما يتحمله المشتري :

المصاريف التي يتحملها المشتري = عمولة الوسيط + الرسوم والطوابع

$$= ٦٥ + ١٠.٥٠ =$$

$$= ٧٥.٥٠ دينار .$$

٤- حساب التكلفة الإضافية للسهم :

التكلفة الإضافية للسهم الواحد = $\frac{\text{مجموع المصاريف التي يتحملها المشتري}}{\text{عدد الأسهم المشتراة}}$

$$= \frac{٧٥.٥٠}{١٠٠٠} =$$

$$= ٠.٧٥٥ دينار$$

٥- حساب تكلفة شراء السهم الكلية :

= سعر شراء السهم بالقيمة السوقية + التكلفة الإضافية للسهم الواحد

$$= ١٠ + ٠.٧٥٥ =$$

$$= ١٠.٧٥٥ دينار$$

أوامر السوق

تمثل أوامر السوق الطريقة التي يتفاهم عليها الوسيط مع العميل المستثمر لتنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية ، والأوامر أنواع هي:

١- أمر السوق : وهو أسهل وأدق نوع من التعليمات وأكثرها شيوعاً . وذلك أن يتم الشراء والبيع حسب سعر السوق السائد.

٢- الأمر المحدد : في هذا النوع من الأوامر يحدد العميل للوسيط السعر بالضبط دون أن يترك له مجالاً يتحرك فيه ، كأن يعطي العميل أمراً للوسيط بشراء أسهم من شركة ما شريطة أن يكون سعر السهم خمسة دنانير ، ومعنى ذلك أنه عندما يكون ثمن السهم سبعة دنانير على الوسيط الانتظار حتى ينخفض السعر إلى خمسة دنانير بالضبط، ولكن ذلك يعني عدم المرونة بين العميل والوسيط وقد لا تهبط الأسعار إلى الحد المطلوب بل تتجاوزها قليلاً لذلك يجب إعطاء الوسيط مجالاً أكبر حتى يستطيع إنجاز الصفقة كأن نترك له السعر يتراوح بين أربعة دنانير ونصف إلى خمسة دنانير ونصف الدينار مثلاً.

٣- أوامر وقف الخسارة : يعتبر بعض الأشخاص أن هذا النوع من الأوامر- إذا أحسن إستعماله- أفضل الأوامر التي تحقق الفائدة للمستثمر ، ولذلك يعتبر هذا الأمر أمر حماية الأرباح حيث يلجأ إليه الشخص لتفادي الوقوع في الخسائر وحماية ما حققه من أرباح. فإذا شعر أن سعر سهم بدأ بالنزول المتوقع استمرارية نزوله وأنه لن يرتفع لظرف من الظروف فإنه يبادر لبيع الأسهم طالما أنها لم تقل عن سعر شرائها وبالتالي يحفظ أرباحه ويجنب نفسه الوقوع في خسارة محققة.

٤- الأمر اليومي : وهو أمر محدد بزمان يصدره العميل لوسيطه يومياً وينتهي العمل بهذا الأمر مع انتهاء اليوم وبذلك يكون أمراً يومياً ، وقد يكون أسبوعياً أو شهرياً. وينتهي العمل بالأمر فور الانتهاء من المدة المحددة ، إلا إذا غيّر العميل رأيه وألغى الأمر قبل انتهاء المدة المحددة.

٥- الأمر القوري : وهو أمر على الوسيط تنفيذه فور إصدار العميل له كأن يكون داخل قاعة التداول فيرى العميل من المناسب شراء عدد من الأسهم لشركة ما فيأمر وسيطه فوراً بالشراء وعند ذلك على الوسيط تنفيذ الأمر القوري.

٦- أمر المبلغ : وهو أن يحدد فيه العميل لوسيطه مبلغاً من المال لينجز من خلاله العملية بيعاً أو شراءً . كأن يطلب العميل شراء أسهم من شركة ما بمبلغ ألف دينار فقط فإذا كان سعر السهم عشرين ديناراً فلا يستطيع الوسيط شراء سوى خمسين سهماً أما لو كان سعر السهم عشرة دنانير فسيشترى الوسيط مائة سهم وذلك في صالح العميل لحيازته عدداً أكبر من الأسهم.

٧- أمر حرية التصرف : وهنا يترك العميل لوسيطه حرية البيع والشراء . إلا أن ذلك يُحمل الوسيط مسؤولية إنجاز الصفقة ولذلك كثير من الوسطاء يرفضون هذا النوع من الأوامر إلا أنه إن وُجد فيكون في حالة سفر أو مرض العميل مما يحول دون وصوله قاعة التداول فيترك الحرية لوسيطه فيما يراه مناسباً .

عمليات الإستثمار بالهامش

تقوم فكرة الإستثمار بالهامش على إقراض مبلغ من المال لشراء الأسهم أو السندات حيث لا يمتلك المستثمر كامل مبلغ الصفقة فيلجأ للإقراض من أحد البنوك أو مؤسسات الإقراض المتخصصة ما ينقصه من المال بهدف المضاربة ليستفيد من ارتفاع الأسعار المتوقع والسيطرة على التداول في السوق لأسهم شركة معينة فيتحكم المضارب بكامل الأسهم ويحتكرها ليسيطر على عدد الأسهم المتداولة وعلى أسعارها كما لو كان المالك الوحيد في السوق.

فالهامش هو نسبة المبلغ الذي يدفعه المستثمر من حجم الصفقة وما ينقصه من حجم الصفقة يقرضه المستثمر من أحد البنوك، حيث ينظم البنك المركزي شروط

العملية ليحافظ على سير السوق المالي. فإذا لاحظ البنك المركزي أن سعر الأسهم يرتفع إرتفاعاً حاداً بشكل غير طبيعي نتيجة المضاربات فإن البنك المركزي يرفع نسبة الهامش ليقفل من حجم الاقتراض وبالتالي ينخفض الطلب على الأسهم ونتيجة انخفاض الطلب تعود الأسعار إلى استقرارها، والعكس في حالة كون الأسعار انخفضت انخفاضاً شديداً فإن إجراءات البنك تكون معاكسة لما سبق.

ومثال ذلك إذا حدد البنك المركزي نسبة الهامش ثلاثين بالمائة فمعنى ذلك أن على المستثمر الذي يرغب بشراء كافة الأسهم أن يدفع مباشرة ثلاثين بالمائة من حجم الصفقة ويقترض ما تبقى من حجم الصفقة وهو السبعون بالمائة من مصدر خارجي كالبنك أو إحدى مؤسسات الإقراض المتخصصة.

أسس الإستثمار بالهامش

إن عملية الإستثمار بالهامش أشبه ما تكون بسلاح ذي حدين فكما أنها قد تحقق الربح الوفير وتضاعف من أرباح المستثمر فإنها كذلك قد تحقق خسارة كبيرة وتضاعف من الخسائر المحتملة. من هنا نجد أن أهم أسس الإستثمار بالهامش وجود الخبرة الطويلة والمهارة الإدارية والممارسة الصحيحة عند المستثمر ليتمكن من حني الأرباح واغتنام الفرص ليعرف متى يشترى ومتى يبيع بشكل أدق.

فإذا كان معدل الهامش السائد هو ٥٠٪ وأراد أحد المستثمرين أن يشترى أسهماً من السوق سعر السهم ١٠ دنانير ، ويمتلك المستثمر فقط ٢٠٠٠ دينار فإنه لن يتمكن من شراء سوى $\frac{2000}{10} = 200$ سهم ، أي دون اللجوء لأسلوب الإستثمار بالهامش لن يشترى سوى مئتي سهم فقط . أما إذا لجأ المستثمر لأسلوب الإستثمار بالهامش وحسب المعدل السائد ٥٠٪ فإنه سيدفع نقداً ما يملك أي (٢٠٠٠ دينار) ثمناً للمائة سهم ويقترض من إحدى البنوك (٢٠٠٠ دينار) أخرى ليشتري بها ما تبقى من أسهم فيكون بذلك قد حصل على مجموع الأسهم الموجودة في السوق .

وعلى فرض أن المستثمر قد باع الأسهم بسعر أعلى مما اشتراها ، فباع السهم بـ ١٢ ديناراً فإن أرباحه من بيع (٢٠٠ سهم) ستكون ضعف أرباحه من بيع (١٠٠ سهم) وبالمقابل لو لم يتحقق ذلك الارتفاع بالأسعار وبدلاً من أن يرتفع السعر إلى (١٢ ديناراً) هبط إلى ٨ دنانير فإن حجم خسارته من بيع (٢٠٠ سهم) سيكون ضعف خسارته من بيع (١٠٠ سهم) . لذلك نقول إن عملية الاستثمار بالهامش أشبه ما تكون بسلاح ذي حدين ، فكما قد تحقق أرباحاً مضاعفة قد تحقق خسائر مضاعفة.

أما الأساس الآخر في عملية الاستثمار بالهامش أن يتم الاقتراض بضمان كامل المبلغ المستثمر إضافة إلى العائد المتحقق .

حسابات الهوامش

حساب الهامش هو حساب يفتح للعميل لدى الجهة المقرضة كالبنك مثلاً ليتم تعديله كل فترة حسب اتفاق المستثمر مع البنك ليتماشى ونسبة التمويل الحقيقية لتغطية الاقتراض بضمان كامل المبلغ المستثمر.

ومثال ذلك أن مستثمراً يملك مبلغ ٤٠٠٠٠ دينار ويريد شراء سندات بقيمة ١٠٠٠٠٠ فمعنى ذلك أن نسبة ما يملكه المستثمر إلى القيمة الإجمالية هي :

$$\frac{40000}{100000} = 40\%$$

إذن المستثمر بحاجة إلى مبلغ ٦٠٪ أي ما يعادل ٦٠٠٠٠ ليستطيع ضمان المبلغ كاملاً

$$\text{وعليه تكون نسبة التمويل الحقيقية} = \frac{\text{قيمة الملكية}}{\text{قيمة الاستثمار السوقية}} \times 100\%$$

فإذا اتفق المستثمر مع البنك على أن يتم التعديل كل ثلاثة أشهر ، وفرضنا أن ثمن السندات قد ارتفع بنسبة ١٠٪ فأصبحت تساوي ١١٠٠٠٠ عندئذ يصبح تعديل الهامش كما يلي :

$$\text{قيمة الملكية} = 110000 - 60000 = 50000 \text{ دينار}$$

وحيث أن نسبة الإقراض هي ٦٠٪ على حين نسبة الملكية هي ٤٠٪

فإن التعديل يكون $\frac{١١٠٠٠٠}{١٠٠} \times \frac{٤٤٠٠٠}{١٠٠} = ٤٤٠٠٠$ دينار

إلا أن ملكية المستثمر من القيمة الجديدة للإستثمار تساوي ٥٠٠٠٠ دينار

فيبقى للمستثمر $٤٤٠٠٠ - ٥٠٠٠٠ = ٦٠٠٠$ دينار .

عندئذ يحق للمستثمر طلب مبلغ ٦٠٠٠ دينار للتصرف فيه أو إضافته لحسابه بالبنك .

وعموماً تبقى فكرة حساب الهامش هي التعديل على فترات لحساب العميل

في البنك .

البيع القصير والبيع الطويل وعمليات الاستثمار من خلال البيع المكشوف

أ- البيع القصير : وهو البيع على المكشوف حيث تكون درجة المخاطرة فيه أكبر من غيرها ، لأن المستثمر يبيع أوراقاً هو في حقيقة الأمر لا يملكها وإنما يلجأ لإقراضها من الذي يتعامل معه بقصد المضاربة تحقيقاً للربح الوفر ، بحيث يتوقع المستثمر ارتفاع سعر الأوراق المالية أسهما كانت أم سندات فيقترضها ليبيعها عند ارتفاع الأسعار و ينتظر بعدها حتى ينخفض سعرها ثانية ليشترىها بأسعار أقل ويعيدها إلى من اقترضها منه مقابل عمولة محددة . فيكون بذلك قد حقق ربحاً وفيراً إلا أن في ذلك قدراً كبيراً من المخاطرة . فكما أن الأسعار قد ارتفعت وحقق أرباحاً طائلة فقد تخيب توقعات المستثمر ولا ترتفع الأسعار بل تهبط فجأة عندئذ سيتحمل خسائر كبيرة إضافة للمصاريف والعمولات المترتبة على ذلك .

هذا ولبيع القصير دوره في الحفاظ على التوازن بين قيمة الورقة المالية الحقيقية والقيمة السوقية ، وذلك حسب قانون العرض والطلب، فارتفاع الثمن سيؤدي لقلّة الطلب وبالتالي انخفاض الثمن الورقة حتى تصل إلى مستواها الحقيقي وكذلك انخفاض الثمن سيؤدي لزيادة الطلب وبالتالي ارتفاع الثمن حتى يصل إلى المستوى الحقيقي.

ولا شك أن ذلك سيعمل على تعديل المركز المالي للمستثمر لأنه سيلجأ لشراء الأوراق عندما تكون أثمانها منخفضة لبيعها عندما ترتفع أثمانها . وهذا كله سيعمل على زيادة النشاط في سوق الأوراق المالية.

ب- البيع الطويل

البيع الطويل هو شراء الأوراق المالية بأثمان منخفضة والانتظار لفترة طويلة حتى ترتفع الأسعار فبيعها المستثمر محققا بذلك ربحاً وقيلاً . بالرغم من أن هذا البيع الطويل يحمي المستثمر من خطر الخسارة لأنه ينتظر ويترقب ويتنبأ إلا أن فترة الانتظار هذه قد تطول . ولكن يبقى هذا النوع من البيع أقل مخاطرة من البيع القصير.

الأسواق المستمرة للإستثمار مقابل الأسواق المؤقتة

أ- الأسواق المستمرة : هي التي تتعامل بالاتفاقيات التي تتحدد تلقائيا كل يوم إلى أن يتم إيقافها من أحد أطراف الإتفاقيات ، ويشترك في الأسواق تلك الأسهم المسجلة رسميا ومضى على تسجيلها سنتان.

ب- الأسواق المؤقتة : هي التي تتعامل بالاتفاقيات لفترات قد تصل الشهر أحيانا أو أكثر وقد تكون الأسهم غير مسجلة رسميا أي التي لم يدرج اسمها رسميا في السوق المالي. ومثال ذلك السوق الموازي والسوق الأولي.

التعامل في أسواق الإستثمار

إن الحديث عن التعامل في أسواق الإستثمار يعني الحديث عن عامل الوقت والعامل النفسي وبالتالي الحديث عن فئات المتعاملين في السوق من مقرضين ومقرضين ووسطاء.

فالمقرضون هم فئة المستثمرين الذين يملكون المال كالأفراد والمؤسسات الذين يمتلكون مبلغاً يزيد عن حاجتهم فيلجأون لتوظيفه في أسواق الإستثمار آخذين بعين الاعتبار العائد المتوقع حصولهم عليه وفترة الإستحقاق والضمان. أما المقرضون فهم الذين تقل مداحيلهم النقدية عن احتياجاتهم فيلجأون للإقتراض محددين في العقد القيمة الاسمية والمدة وسعر الفائدة وتاريخ الاستحقاق وتواريخ دفع الأقساط. على حين أن الوسطاء هم صلة الربط بين المستثمر البائع والمشتري يتقاضون مقابل أنعابهم عمولة محددة.

وليتم التعامل في الأسواق بين هذه الفئات جميعا بأسلوب صحيح وسليم يجب مراعاة عامل الوقت بمعنى اختيار الوقت المناسب لجنى الأرباح ومعرفة الوقت المناسب للشراء وبالتالي تحديد الوقت المناسب للبيع. لأن عامل الوقت مهم جدا بالنسبة للمستثمر لأن الوقت الذي يضيع على المستثمر هو في حقيقة الأمر ما يسمى بتكلفة الوقت أي تكلفة الفرصة البديلة. فهدف الإستثمار الناجح تحقيق العائد الأكبر وبأسرع وقت ممكن لتتم عملية دوران رأس المال المستثمر.

أما عن الجانب النفسي فينصح عادة ألا يوظف المستثمر كامل المبلغ المتاح لديه في مشروع واحد وإنما يعمل على التنويع بقصد تخفيف حدة المخاطرة فلا تكون الصدمة قوية عليه إن لم يستطع تحقيق المكاسب المتوقعة، لأن الآثار النفسية قد تعمل على سوء التقدير والتصرف.

لذلك يجب تنويع الإستثمارات ، وسنأتي على دراسة ذلك فيما بعد عند دراستنا للمحافظ الإستثمارية بحيث يوزع المستثمر أمواله بين نوعين أو أكثر من الأوراق المالية والأدوات الإستثمارية حتى تتوزع المخاطرة على أكثر من نوع استثماري . وبالتالي كلما توزعت المخاطر قل تأثيرها ويصبح بإمكان المستثمر تعويض الخسائر التي تحققت من خلال الإستثمارات التي حققت له أرباحاً . ويكون بذلك تنويع الإستثمارات في صالح المستثمر لتجنبه الصدمات والأزمات.

والمستثمر الناجح هو ذلك الذي يشتري عندما تهبط الأسعار ويبيع عندما ترتفع الأسعار محققاً بذلك ربحاً قليلاً مستمراً أفضل من تحقيق ربح كبير منقطع، لأنه سيدفع ثمن ذلك تكلفة الوقت وتجميد الأموال وتعطيلها.

الفصل الرابع

سعر الفائدة والاستثمار

إن أسعار الفائدة هي العائد على استثمار الأموال لمدة زمنية محددة مقابل تنازل المقرض عن التصرف بأمواله طيلة فترة احتساب العائد والذي غالبا ما يكون سنويا . إلا أن تصنيف أسعار الفائدة يكون وفق أسس معينة ، فقد تكون حسب الأجل وقد تكون بسيطة أو مركبة وقد تكون فائدة صحيحة أو مخضومة وقد تكون أسعار فائدة نقدية وحقيقية.

بعض الناس يفضلون الحصول على المال في الوقت الحالي أكثر من تفضيلهم الحصول على نفس المبلغ في وقت لاحق، لذلك كان لا بد من دراسة القيمة الحالية والمردود لأن من سيتنازل عن التصرف بأمواله في الوقت الحاضر بأن يقرضها لغيره سيشرط حصوله على مقابل مادي ملموس هو سعر تنازله عن المال وهو ما يُعرف بمعدل الخصم.

وسيلقي هذا الفصل الضوء على الموضوعات التالية :

* مفهوم سعر الفائدة وتعريفاته المختلفة.

* دراسة منحني المردود (الربيع).

* سعر الفائدة الآجل وطرق احتسابه.

* دراسة القيمة الحالية والمردود لتاريخ الاستحقاق وطرق احتسابها.

مفهوم سعر الفائدة وتعريفاته المختلفة

يُعرف سعر الفائدة بأنه ذلك العائد على رأسمال المستثمر من خلال السعر الذي يحصل عليه المرء جراء تنازله عن التصرف بأمواله التي يقرضها لفترة زمنية محددة. ويختلف بذلك السعر حسب المدة إن كانت شهرية أم سنوية وحسب المبلغ المقرض، فكلما زادت مدة الإقراض زادت احتمالات المخاطرة.

وبناء على ذلك فإن سعر الفائدة يتحدد باتفاق المقرض والمقرض وبناء على العرض والطلب، لأن زيادة عرض رؤوس الأموال ستعمل على انخفاض سعر الفائدة والعكس صحيح، وعليه فإن لكمية النقود ومعدل دورانها دوراً في كمية النقود المعروضة، كما أن للدافع التمويلي والتحفطي والمضاربة دوراً في تحديد الطلب على النقود.

وبخلاصة القول إن أسعار الفائدة هي العائد على استثمار الأموال لمدة زمنية محددة مقابل تنازل المقرض عن التصرف بأمواله طيلة فترة احتساب العائد والذي غالباً ما يكون سنوياً.

سعر الفائدة النقدي وسعر الفائدة الحقيقي

تُصنف أسعار الفائدة وفقاً لأسس معينة، فقد تكون حسب الأجل وقد تكون بسيطة أو مركبة وقد تكون أسعار فائدة صحيحة أو مخصومة وقد تكون أسعار فائدة نقدية أو حقيقية وسنأتي على ذلك بشيء من التفصيل.

أولاً : سعر الفائدة النقدي : هذا النوع من أسعار الفائدة يتم من خلاله دفع كامل الفائدة مرة واحدة على القرض كله دون الأخذ بعين الاعتبار معدلات التضخم.

ثانياً : سعر الفائدة الحقيقي : هو السعر الذي يأخذ بعين الاعتبار معدلات التضخم حيث تحتسب الفائدة على القرض قبل تاريخ الإستحقاق مما يعني إمكانية توظيف هذه الفائدة وجني أرباح عليها عن المدة المتبقية.

ولتوضيح مفهومي سعر الفائدة النقدي والحقيقي نورد المثال الآتي:
مثال :

نفترض أن شخصاً قد أخذ قرضاً مقداره (١٠٠٠ دينار) وكان سعر الفائدة النقدي ١٠٪ لمدة سنة واحدة ، على أن تدفع الفائدة نهاية السنة فتكون :

$$\text{قيمة الفائدة على القرض هي : } 1000 \times \frac{10}{100} = 100 \text{ دينار}$$

أما في حالة سعر الفائدة ١٠٪ وتبلغ كل ثلاثة شهور فإن :

$$\text{أول فائدة تكون : } 1000 \times \frac{10}{100} \times \frac{3}{12} = 25 \text{ ديناراً وهي فائدة ثلاثة}$$

اشهر وتستثمر لمدة تسعة أشهر .

$$\text{أما ثاني فائدة تكون : } 1000 \times \frac{10}{100} \times \frac{3}{12} \times 2 = 50 \text{ ديناراً وهي فائدة ثلاثة أشهر وتستثمر لمدة ستة أشهر :}$$

$$\text{أما ثالث فائدة فتكون : } 1000 \times \frac{10}{100} \times \frac{3}{12} \times 3 = 75 \text{ ديناراً وهي فائدة ثلاثة أشهر وتستثمر لمدة ثلاثة أشهر .}$$

$$\text{ورابع فائدة تكون : } 1000 \times \frac{10}{100} \times \frac{3}{12} \times 4 = 100 \text{ ديناراً وهي فائدة ثلاثة أشهر وتستثمر لمدة صفر.}$$

وبذلك يكون مجموع الفوائد = ٢٥ + ٢٥ + ٢٥ + ٢٥ = ١٠٠ دينار وهو

سعر الفائدة النقدي .

أما سعر الفائدة الحقيقي فيكون على النحو التالي :

$$\text{أول فائدة تستثمر لمدة تسعة أشهر} = 25 \times \frac{10}{100} \times \frac{9}{12} = 187.5 \text{ ديناراً}$$

$$\text{ثاني فائدة تستثمر لمدة ستة أشهر} = 25 \times \frac{10}{100} \times \frac{6}{12} = 125 \text{ ديناراً}$$

$$\text{ثالث فائدة تستثمر لمدة ثلاثة أشهر} = 25 \times \frac{10}{100} \times \frac{3}{12} = 62.5 \text{ ديناراً}$$

على حين أن رابع فائدة لا تحقق عائداً كونها ستدفع في نهاية تاريخ استحقاق

المبلغ.

فيكون مجموع العائد على الفوائد = ٣٧٥ دينار .

ومنه فإن الفائدة الإجمالية المدفوعة على مبلغ ١٠٠٠ دينار هي :

$$١٠٠ + ٣٧٥ = ١٠٣٧٥ \text{ دينار}$$

ولذلك فعند احتساب سعر الفائدة المدفوعة فعلا نطبق القاعدة :

$$\text{سعر الفائدة الحقيقي} = \frac{\text{الفائدة المدفوعة فعلا}}{\text{قيمة المبلغ المفترض}} \times ١٠٠\%$$

وبتطبيق القاعدة على المثال فإن سعر الفائدة الحقيقي

$$= \frac{١٠٣٧٥}{١٠٠٠} = ١٠٠\%$$

$$= ١٠٣٧٥\% \times ١٠٠\% = ١٠٣٧٥\%$$

وبذلك فسر الفائدة الحقيقي يساوي ١٠٣٧٥٪.

سعر الفائدة البسيط وسعر الفائدة المركب

يمكن تصنيف أسعار الفائدة حسب أسلوب احتساب الفائدة إلى سعر فائدة

بسيط وسعر فائدة مركب على النحو التالي :

أولاً : **سعر الفائدة البسيط** : وهو السعر الذي يحسب من خلاله مقدار الفائدة بناء على قيمة القرض الأصلية دون الأخذ بعين الاعتبار احتساب الفائدة على الفوائد السابقة خلال الفترة الزمنية.

والفترة الزمنية تنسب إلى السنة الميلادية وغالبا ما تكون ٣٦٠ يوما أو ٣٦٥

يوماً، وذلك حسب المتبع في المؤسسات ، إذن الفائدة البسيطة لا تراكم ويمكن احتسابها من خلال القانون:

$$\text{قيمة الفائدة البسيطة} = \text{المبلغ الأصلي} \times \text{سعر الفائدة} \times \text{الفترة الزمنية}$$

مثال :

أ- تم إيداع مبلغ ٥٠٠٠ دينار في أحد البنوك بسعر فائدة بسيط ١٠٪ لمدة

سنة واحدة ، فكم تكون قيمة الفائدة البسيطة ؟

قيمة الفائدة البسيطة = المبلغ الأصلي \times سعر الفائدة \times الفترة الزمنية

$$= \frac{1\%}{100} \times 5000 = 500 \text{ دينار}$$

ب- إذا تم إيداع المبلغ بنفس سعر الفائدة البسيط ولكن لمدة أربع سنوات

فكم تصبح جملة المبلغ المدوع في نهاية المدة ؟

$$\text{جملة المبلغ المدوع في نهاية المدة} = 500 \times 4 = 2000 \text{ دينار}$$

ثانيا : سعر الفائدة المركب : وهو السعر الذي يتم من خلاله احتساب الفائدة المستحقة على الفترة الجزئية من الفترة الكلية بناء على أصل القرض وفوائده كذلك. بمعنى تراكم الفوائد السابقة على أصل القرض وإحتساب الفائدة الجديدة على المجموع التراكمي . من خلال القانون :

$$ج = م (1 + ف)^ ن$$

حيث : ج : ترمز لجملة المبلغ .

م : ترمز للمبلغ الأصلي للقرض .

ف : ترمز لسعر الفائدة .

ن : ترمز للزمن .

ولتوضيح ذلك نورد المثال الآتي :

مثال :

تم إيداع مبلغ ١٠٠٠ دينار في أحد البنوك لمدة أربع سنوات بسعر فائدة

مركب مقداره ٨% ، فكم تكون جملة المبلغ في نهاية المدة ؟

الحل :

يمكن إحتساب قيمة الفائدة لكل سنة وحلها ثم نضيف الفائدة إلى المبلغ

المدوع في بداية السنة فيكون المجموع هو المبلغ المدوع في بداية السنة الموالية ، ثم

نحسب الفائدة للسنة التالية على المجموع السابق ثم نضيفها إلى المجموع حتى نهاية
المدة، كما يلي :

$$\text{فائدة السنة الأولى} = 1000 \times \frac{A}{100} \times 1 = 80 \text{ ديناراً}$$

المبلغ الأصلي المودع في بداية السنة الثانية = جملة المبلغ في نهاية السنة الأولى

$$= 1000 + 80 = 1080 \text{ ديناراً}$$

$$\text{إذن مبلغ الفائدة في نهاية السنة الثانية} = 1080 \times \frac{A}{100} = 86.4 \text{ ديناراً}$$

المبلغ الأصلي المودع في بداية السنة الثالثة = جملة المبلغ في نهاية السنة الثانية

$$= 1080 + 86.4 = 1166.4 \text{ ديناراً}$$

إذن مبلغ الفائدة في نهاية السنة الثالثة :

$$= 1166.4 \times \frac{A}{100} = 93.312 \text{ ديناراً}$$

المبلغ الأصلي المودع في بداية السنة الرابعة = جملة المبلغ في نهاية السنة الثالثة

$$= 1166.4 + 93.312 = 1259.712 \text{ دينار}$$

إذن مبلغ الفائدة في نهاية السنة الرابعة :

$$= 1259.712 \times \frac{A}{100} = 10.77696 \text{ دينار}$$

وبالتالي فحاملة المبلغ في نهاية المدة (أي في نهاية السنة الرابعة)

$$= 1259.71 + 10.78 = 1270.49$$

$$= 1360.49 \text{ دينار}$$

كما يمكن احتساب جملة المبلغ في نهاية المدة (أي في نهاية السنة الرابعة) من خلال

تطبيق القانون السابق ذكره :

$$M = (F + n)$$

وبالتعويض في القانون نجد أن :

$$\begin{aligned} \text{جملة المبلغ في نهاية المدة} &= 1000 \left[1 + \frac{8}{100} \right]^4 \\ &= 1000 (1.08)^4 = 1360.48896 \\ &= 1360.48896 \text{ دينار} . \end{aligned}$$

وهي نفس النتيجة التي توصلنا إليها بالطريقة السابقة .

سعر الفائدة المخصوم وسعر الفائدة الصحيح

عند الحديث عن سعر الفائدة المخصوم أو الصحيح نأخذ بعين الاعتبار المقرض ، لأن طريقة تحصيل الفائدة من المقرض هي التي تحدد سعر الفائدة إن كان مخصوماً أو صحيحاً .

أولاً : سعر الفائدة المخصوم : إذا حصل المقرض على الفائدة قبل دفع القرض للمقرض أي في بداية فترة القرض ، كان سعر الفائدة مخصوماً .
مثال :

إقترض شخص مبلغ ٥٠٠٠ دينار لمدة سنة واحدة بمعدل فائدة ١٠٪ ، فكم يتسلم المقرض وكم سيدفع عند الإستحقاق .
الحل :

بما أننا نتحدث عن سعر الفائدة المخصوم فإن المقرض سيحصل على الفائدة في بداية السنة وعليه يكون :

$$\begin{aligned} \text{قيمة الفائدة المستحقة على القرض} &= 5000 \times \frac{10}{100} \times 1 = 500 \text{ دينار} \\ \text{ثم نخصم هذا المبلغ من القرض الأصلي لأن الفائدة ستدفع مقدماً في بداية المدة.} \\ \text{إذن ما سيستلمه المقرض هو : } 5000 - 500 = 4500 \text{ دينار} \end{aligned}$$

ثانيا : سعر الفائدة الصحيح : إذا حصل المقرض على الفائدة في نهاية فترة القرض أي عند تاريخ الإستحقاق ، كان سعر الفائدة صحيحا .
مثال :

نفس المثال السابق ولكن مع تطبيق مبدأ سعر الفائدة الصحيح.

الحل :

قيمة الفائدة المستحقة في نهاية المدة عند تاريخ الإستحقاق

$$= 5000 \times \frac{1}{100} \times 1 = 50 \text{ دينار}$$

إذن ما سيستلمه المقرض هو مبلغ 5000 دينار

أما ما سوف يدفعه عن الإستحقاق فهو أصل القرض مضافا إليه قيمة الفائدة .

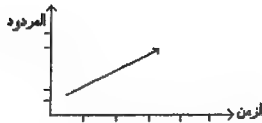
$$\text{أي : } 5000 + 500 = 5500 \text{ دينار .}$$

دراسة منحنى المردود (الربيع)

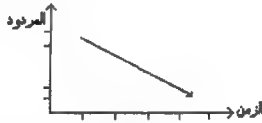
إن سعر الورقة المالية سندا كانت أو سهما يعكس المردود المتوقع ، ولذلك فالمردود هو ذلك العائد المتوقع الحصول عليه من الإستثمار ، ويعكس سعر السند بالسوق سعر الفائدة الذي يحمله السند فالعلاقة عكسية بين سعر السند وسعر فائدته .
بمعنى أنه كلما ارتفع سعر الفائدة انخفض سعر السند والعكس صحيح.

أما منحنى المردود فيصور العلاقة بين سعر الفائدة وتاريخ الإستحقاق للورقة المالية سهما كانت أو سندا ، فكل نقطة على المنحنى تمثل المردود المتوقع للورقة المالية عند فترة زمنية معينة .

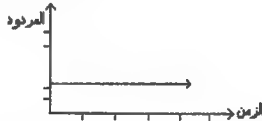
ويمكن لمنحنى المردود أن يكون موجبا وذلك عندما تكون أسعار الفائدة في الأجل الطويل أكبر منها في الأجل القصير، وبأخذ الشكل التالي :



وقد يكون سالباً وذلك عندما تكون أسعار الفائدة في الأجل الطويل أقل منها في الأجل القصير ، ويأخذ الشكل التالي :



وقد يكون منحني المردود متماثلاً وذلك يعني أن سعر الفائدة هو نفسه مهما كان أجل الورقة المالية ولذلك يطلق عليه أحيانا المردود الثابت أي أن سعر الفائدة واحد في الأجل القصير والأجل الطويل ، ويأخذ الشكل التالي :



وهكذا فمن الضروري - انطلاقاً من مبدأ الحيلة والحذر- فهم طبيعة العلاقة بين المردود وسعر الفائدة للتحوط والتخفيف من المخاطرة بسبب تذبذب أسعار الفائدة وبذلك فإن فكرة التحوط والحذر أساسها شراء وبيع عقود مستقبلية لتجنب التذبذب المتوقع في الأسعار.

سعر الفائدة الآجل وطرق احتسابه

يعقد المتعاملون فيما بينهم اتفاقيات لحماية أنفسهم من تقلبات أسعار الفوائد في المستقبل ومثل هذا النوع من التعامل يتم من خلال اتفاقيات أسعار الفوائد الآجلة ويرمز لها بـ (FRA) اختصاراً للمصطلح " Future Rate Agreements " وهي اتفاقيات يتم من خلالها التفاهم على سعر فائدة يغطي فترة مستقبلية ابتداء من تاريخ معين. كأن تبدأ الفترة المستقبلية بعد أربعة أشهر لتغطي فترة ثلاثة أشهر بعد انتهاء الأربعة أشهر .

فإذا كان سعر الفائدة عند التسوية أكبر من السعر المتفق عليه فإن المقرض سوف يدفع للمقرض الفرق بين سعر التسوية والسعر المتفق عليه. أما إذا كان سعر الفائدة عند التسوية أقل من سعر الفائدة المتفق عليه في العقد فإن المشتري وهو المقرض سيدفع للبائع الفرق. ولكن في حالة تساوي في السعرين لا يتحمل أي من الطرفين شيئاً .

يتضح مما سبق أن هذه الاتفاقيات تقوم في الوقت الحاضر أي وقت توقيع العقد على أساس التزام مستقبلي هو تاريخ التسوية ، ليتم تسوية الفرق بين سعر الفائدة الحاضر مع سعر الفائدة عند التسوية.

وأهم عناصر هذه الاتفاقيات ما يلي :

١- الفترة : وهي المدة التي تغطيها الاتفاقية منذ تاريخ توقيع العقد حتى تاريخ التسوية.

٢- نوع العملة : حيث يتم الاتفاق على نوع العملة التي سيتم الدفع بها عند عملية التسوية .

٣- سعر الفائدة : وهو سعر يتم الاتفاق عليه بين المتعاقدين في تاريخ توقيع الاتفاقية.

٤- المبلغ : وهو المبلغ المرتب على فارق سعر الفائدة لمعرفة من يجب عليه دفع الفارق.

ونلاحظ أن طرقي الإتفاقيات هما البائع متمثلا بالمقرض الذي يتوقع انخفاض أسعار الفائدة ولذلك يحتاط ضد انخفاضها. على حين الطرف الثاني هو المشتري متمثلا بالمقرض الذي يتوقع ارتفاع الأسعار للفائدة لذلك يحتاط ضد ارتفاعها.

وتتم التسوية من خلال المعادلة التالية:

$$\frac{1}{\frac{\text{ف ت} \times \text{ي}}{360 \times 100} + 1} \times \text{م} \times \frac{\text{ف ت} \times \text{ع}}{360 \times 100}$$

علما بأن :

ف ت : هي الفائدة عند تاريخ التسوية .

ع : هي الفائدة المتفق عليها عند توقيع العقد.

ي : عدد أيام العقد.

م : مبلغ العقد.

ولتوضيح كيفية الحساب نورد المثال التالي :

مثال :

قام شخص باقتراض مبلغ عشرة ملايين دولار بسعر فائدة (١٠٪) وذلك في تاريخ ٢٦/٣/ ولمدة تسعة أشهر ، وقد تم تمويل المبلغ لفترة الثلاثة أشهر الأولى بسعر فائدة ٩٪. أما المدة المتبقية وهي ستة أشهر فقد تم إجراء عملية أسعار آجله (FRA) فتم الإتفاق مع أحد البنوك لتغطية المدة وذلك لحماية سعر الفائدة الأصلي وهو (١٠٪) فقدم البنك عرضا سعرا هو (١٠٪) لمبلغ العشرة ملايين دولار وللمدة المستقبلية الستة اشهر من انتهاء الثلاثة أشهر الأولى. فإذا كان سعر الفائدة السائد عند التسوية هو (١٢٪) ، فكم يكون مبلغ التسوية ؟

الحل :

من المعطيات نجد أن :

الفائدة عند تاريخ التسوية ف = ١٢٪

وأن الفائدة المتفق عليها عند توقيع العقد ف = ١٠٪

وأن عدد أيام العقد ي = ٦ أشهر

وأن مبلغ العقد م = ١٠ ملايين دولار

وبتطبيق المعادلة :

وبالتعويض في المعادلة

$$\frac{1}{\frac{36 \times 100}{36 \times 100} + 1} \times \frac{(36 \times 100) \times 1}{36 \times 100} \times \frac{1}{36 \times 100}$$

وبالتعويض في المعادلة :

$$\frac{1}{\frac{36 \times 100}{36 \times 100} + 1} \times 1000000 \times \frac{183 \times (100 - 12)}{36 \times 100}$$

$$\frac{1}{\frac{36 \times 100}{36 \times 100} + 1} \times 1000000 \times \frac{183 \times 12}{36 \times 100} =$$

$$\frac{1}{\frac{36 \times 100}{36 \times 100} + 1} \times 1000000 \times \frac{366}{36 \times 100} =$$

$$0.942507 \times 1000000 \times 0.010166 =$$

$$9581526162 = \text{دولار}$$

نلاحظ أن سعر الفائدة عند تاريخ التسوية أكبر من سعر الفائدة المتفق عليه في العقد وبذلك فإن المقرض المتمثل في البائع سوف يدفع للمقترض وهو المشتري الفرق بين سعر التسوية والسعر المتفق عليه.

دراسة القيمة الحالية والمردود لتاريخ الإستحقاق وطرق احتسابها

بعض الناس يفضلون الحصول على المال في الوقت الحالي أكثر من تفضيلهم الحصول على نفس المبلغ في وقت لاحق لعلمهم بظروف السوق السائدة وجهلهم لأحوال السوق مستقبلاً وذلك ينطوي على درجة من المخاطرة.

ولذلك فحتى يتنازل الشخص عن أمواله لفترة زمنية معينة كأن يرضى بإقراضها لغيره فيتنازل عن التصرف بها في الوقت الحاضر فإنه يشترط حصوله على مقابل مادي ملموس هو سعر تنازله عن المال وهو ما يُعرف بمعدل الخصم وهو الفرق بين القيمة الاسمية للنقود التي سيحصل عليها مستقبلاً وبين القيمة الحالية لتلك النقود.

بناءً على ما سبق يمكننا صياغة القيمة الحالية بالمعادلة :

$$\frac{\text{القيمة الاسمية}}{(1+E)^n} = \text{القيمة الحالية}$$

حيث ع : معدل الفائدة .

ن : الفترة الزمنية .

إن القانون السابق يستخدم في حالة إيجاد القيمة الحالية لدفعة واحدة تستحق في تاريخ معين .

أما لو كان المبلغ يسدد على عدة دفعات تستحق في آجال مختلفة فإن القيمة

الحالية لهذه الدفعات تحسب على النحو التالي :

$$\text{القيمة الحالية} = \frac{\text{مبلغ الدفعة الأولى}}{(1+E)^1} + \frac{\text{مبلغ الدفعة الثانية}}{(1+E)^2} + \dots + \frac{\text{مبلغ الدفعة الأخيرة}}{(1+E)^n}$$

$$\text{أي أن ق ح : } \frac{1م}{1(ف+1)} + \frac{2م}{2(ف+1)} + \frac{3م}{3(ف+1)} + \dots \text{ إلخ.}$$

حيث م : مبلغ الدفعة .

ف : معدل الفائدة أو معدل الخصم .

وهناك الجداول الحسابية التي نستخرج منها القيم مباشرة للتسهيل والسرعة.

وسنأتي على دراسة ذلك بالتفصيل عند تناولنا لموضوع أسس تقييم الأوراق المالية والهدف من التقييم.

الفصل الخامس

تكوين المحافظ الاستثمارية وتحليلها وتعديلها

على المرء مراعاة نسب مزج الأصول عند تكوين المحافظ الاستثمارية، فنتيجة للتطور في الاستثمار وزيادة عرض الفوائض المالية ظهرت المحافظ المالية والشركات المتخصصة كالبانوك وشركات الاستثمار وشركات التأمين فأصبح المقصود من المحفظة المالية مجموع الأسهم والسندات والعملات النقدية. وللمحفظة الاستثمارية التي يقصد بها مجموع الأصول والموجودات التي يمتلكها المستثمر لزيادة ثروته وتحقيق الربح الوفير لإدارتها أسس لا بد من اعتبارها لتحقيق الأهداف الرئيسة التي أنشئت من أجلها .

وسنعرض في هذا الفصل للموضوعات التالية بالتفصيل :

- * مفهوم المحافظ الاستثمارية وأهميتها في تحليل مخاطرة الاستثمار.
- * نظرية المحفظة الاستثمارية .
- * تكوين المحافظ الاستثمارية وأسس إدارة المحافظ الاستثمارية.
- * أنواع المحافظ الاستثمارية.
- * تقييم المحافظ الاستثمارية وقياس عوائدها وتعديلها .

مفهوم المحافظ الإستثمارية وأهميتها

في تحليل مخاطرة الإستثمار

يُقصد بالمحفظة الإستثمارية مجموع الأصول والموجودات التي يمتلكها المستثمر لزيادة ثروته وتحقيق الربح ، ونتيجة التطور في الإستثمار وزيادة عرض الفوائض المالية ظهرت المحافظ المالية والشركات المتخصصة كالبنيوك وشركات الإستثمار وشركات التأمين فأصبح المقصود من المحفظة المالية مجموع الأسهم والسندات والعملات النقدية. وهدفها كذلك تحقيق العائد والأرباح لتخفيف المخاطر قدر الإمكان وتأکید التوازن نوعاً ما بين العائد والمخاطرة . ويمكن قياس المخاطر من خلال عدة مقاييس أهمها الإنحراف القياسي والبيتا .

نظرية المحفظة الإستثمارية

أشرنا سابقا إلى أن فكرة المحفظة تقوم على أساس جمع المستثمر أسهمه وسندات في محفظة واحدة وبالتالي العمل على تنويع الدخل والمخاطرة لتقليل الخسائر وبذلك يصبح على المستثمر حساب الأرباح المتوقعة من الأسهم والسندات المكونة للمحفظة وحساب أثر تغير الأرباح على الربح النهائي.

تكوين المحافظ الإستثمارية وسياسات تكوينها

إن أهم أمر يجب مراعاته في تكوين المحافظ الإستثمارية اختيار نسب مزج الأصول من خلال المقارنة بين العوائد والمخاطرة وذلك يتوقف على طبيعة المستثمر إن كان من المخاطرين أو المتحفظين أو المتوازنين وطبيعة الإستثمار .

ونورد الجدول التالي لتبيان كيفية تكوين المحفظة الإستثمارية وذلك بإفترض وجود خمسة أنواع من الأسهم المكونة للمحفظة . وعلى إفترض أن عائد الإستثمارات التي تدفعها البنيوك هو ٧٪.

السهم	العائد المتوقع	العائد المضمون من البنك	المخاطر (الانحراف القياسي)
أ	%١٥	%٧	%١٦٥
ب	%١٨	%٧	%٥٧
جـ	%٢١	%٧	%١٣٥
د	%١٨	%٧	%١٠٥
هـ	%١٢	%٧	%١٨

بناءً على الجدول السابق فإن المستثمر سيختار السهم الذي يعود عليه بالعائد الأكبر وبأقل درجة مخاطرة وبناءً على ذلك نستطيع إعادة ترتيب الجدول على النحو التالي :

السهم	العائد المتوقع	العائد المضمون من البنوك	المخاطر (الانحراف القياسي)
جـ	%٢١	%٧	%١٣٥
د	%١٨	%٧	%١٠٥
أ	%١٥	%٧	%١٦٥
ب	%١٨	%٧	%٥٧
هـ	%١٢	%٧	%١٨

معنى ذلك أن المستثمر سيختار السهم الذي يحقق أفضل عائد بأقل مخاطرة. وفي ضوء الأسهم الخمسة المتاحة لديه فهو سيفضل :

السهم جـ : الذي يحقق أعلى عائد (٢١٪) ودرجة مخاطرة (١٣٥٪).
 ثم السهم د : الذي يحقق عائداً جيداً (١٨٪) ولكن بدرجة مخاطرة أقل (١٠٥٪).
 ثم السهم أ : لا يحقق عائداً مناسباً وتكاد تتقارب مخاطرته مع عوائده.
 ثم السهم ب : يحقق عائد جيد (١٨٪) ولكن بمخاطرة مرتفعة جداً (٥٧٪).
 ثم السهم هـ : عائده أقل ومخاطرته أكبر .

يتضح مما سبق أن تكوين المحفظة يعتمد على ركنين رئيسيين وهما:

١- عند تساوي العوائد لأكثر من سهم نختار الأقل مخاطرة .

٢- عند تساوي المخاطر لأكثر من سهم نختار الأكبر عائداً.

ونورد المثال التالي لتوضيح ذلك :

مثال :

السهم	العائد المتوقع	المخاطر (الانحراف القياسي)
أ	٣٪	١٥٪
ب	٤٪	٦٪
جـ	٤٥٪	٦٪
د	٤٪	٢٥٪
هـ	٣٪	٢٪

* عند تطبيق الركن الأول، بمعنى إذا تساوت العوائد لأكثر من سهم نختار الأقل مخاطرة : نجد أن السهمين أ ، هـ قد تساوت عوائدهما بحيث بلغت (٣٪) ولكن درجة المخاطرة في السهم أ كانت (١٥٪) في حين درجة المخاطرة في السهم هـ (٢٪) إذن نختار السهم أ لأنه الأقل مخاطرة .

* عند تطبيق الركن الثاني، بمعنى إذا تساوت المخاطر لأكثر من سهم تختار الأكبر عائداً : نجد أن السهمين ب ، جـ قد تساوت مخاطرها بحيث بلغت (٦٪) ولكن عائد السهم ب بلغ (٤٪) في حين بلغ عائد السهم جـ (٥ر٤٪) إذن سنختار السهم جـ لأنه يحقق عائداً أكبر في ظل تساوي المخاطر بينهما .

يتضح مما سبق أن هدف المستثمر في تكوين المحفظة المفاضلة بين الأسهم على أساس تحقيق أكبر عائد بأقل المخاطر سواء النظامية منها أو غير النظامية، وذلك بالتنوع في إختيار الأسهم المكونة للمحفظة.

سياسات إدارة المحافظ

يراعي المستثمر عند إدارة المحفظة عامل السيولة والربحية والضمان وبالتالي يأخذ بعين الاعتبار السياسة التي سيتبعها فقد تكون :

١- السياسة الهجومية : حيث يضمن المستثمر استمرار الدخل وبالتالي يبحث عن تراكم الأرباح فيكون أسلوبه هجومياً ويلجأ إليها المستثمر في حالات الرخاء والإزدهار الإقتصادي فيستعمل أدوات استثمارية ناجحة كالأسهم مثلاً فيحتفظ بها عندما تكون الأمان منخفضة لبيعها عند إرتفاع الأسعار فيحقق أرباحاً متزايدة.

٢- السياسة الدفاعية : حيث يهتم المستثمر بتكوين الدخل الثابت والمستمر . فيكون متحفظاً حذراً أسلوبه دفاعي ولذلك يهتم بعنصر الضمان والأمان بحيث يضمن دخلاً مستمراً فيستعمل أدوات استثمارية كالسندات طويلة الأجل والعقارات وكذلك الأسهم الممتازة التي تضمن دخلاً ثابتاً مهما كانت الظروف .

٣- السياسة المتوازنة : في هذا النوع من السياسات يحاول المستثمر الجمع بين السياسة الهجومية والسياسة الدفاعية فيكون بذلك متوازناً. وأغلب المستثمرين يميلون لهذا النوع من السياسات حيث يحققون عوائد متناسبة ودرجة المخاطرة. لكن ذلك لا يمنع من دخوله في عمليات المضاربة إن سمحت له الظروف. ويلجأ المستثمرون الذين

يعتمدون السياسة المتوازنة إلى الإستثمار بأدوات استثمارية قصيرة الأجل تتمتع بالسيولة والضمان والربحية كأذونات الخزينة وربما يلجأ بعضهم للأدوات طويلة الأجل كالسندات والعقارات . والهدف من هذا التنويع تقليل درجة المخاطرة والحد من الخسارة في بعض الأدوات .

أسس إدارة المحافظ الإستثمارية والأهداف الرئيسة لها

بعد تكوين المحفظة يتعين إدارتها بأسلوب ناجح يأخذ بعين الاعتبار التركيز على بعض الأسس لتحقيق أهدافها الرئيسة ، ونذكر من هذه الأسس :

١- التخطيط : ونعني بالتخطيط دراسة المؤسسات والأسهم والمفاضلة بينها من خلال دراسة العوائد والمخاطر لتعظيم العوائد وتقليل المخاطر قدر الإمكان. كما يجب اختيار الأسهم التي تحقق نمواً في رأس المال وتضمن دخولا مستمرة وتزيد قيمتها مع الزمن وتتلاءم وحاجات المستثمر بالنظر للأهداف إن كانت قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.

٢- التحفظ والتعقل : فعلى المستثمر أن يكون عقلانيا رشيدا في اتخاذ قراره الإستثماري فلا يتهور في مجالات استثمارية ذات مخاطر كبيرة فتجلب له الخسارة.

٣- التوقيت : ونعني بذلك اختيار المستثمر للوقت المناسب عند دخوله السوق أو الخروج منه، فلا يشتري إلا عندما تنخفض الأسعار ولا يبيع حتى يضمن ارتفاعها، لا سيما وأن الأسعار كثيرة التقلب . وهنا يظهر دور الخبرة والأقدمية والمعرفة العلمية. على أن يترامز قرار البيع أو الشراء أو الاحتفاظ بالأسهم مع الأحداث والظروف الاقتصادية والسياسية .

٤- المراقبة والمتابعة : يجب على المستثمر متابعة المراقبة للأسهم فيبيعها إذا شعر أن الأسعار ستتناقص حتى يتجنب حدوث خسائر جسيمة وذلك لا يكون إلا بدراسة حركة السوق والأسعار معاً وقوى العرض والطلب كذلك فيحقق بذلك معدل دوران جيداً من خلال احتفاظه بالإستثمارات الناجحة وتنازله عن الإستثمارات الخاسرة.

- وبالتالي يجب الإستمرار في مراقبة الأسهم في المحفظة لإجراء أي تعديل بصورة دورية حسب أوضاع السوق وأوضاع الشركة المستثمر بها .
- إذا استطاع المستثمر تحقيق الأسمس سابقة الذكر يمكنه أن يصل إلى الأهداف المنشودة ويمكننا إجمال أهداف إدارة المحفظة الإستثمارية في النقاط الآتية :
- أ- الحفاظ على رأس المال الأصلي من الإندثار .
 - ب- الحفاظ على مستوى دخل مستمر .
 - ج- الحفاظ على عوائد وأرباح من خلال السياسة الهجومية.
 - د- تنويع الإستثمارات لتحقيق أفضل العوائد بأقل المخاطر.
 - هـ- ضمان تسييل الأوراق المالية عند الحاجة.
 - و- الإبقاء على مركز مالي سليم بعيدا عن التقلبات.

أنواع المحافظ الإستثمارية

يقسم بعض المحللين المحافظ الإستثمارية إلى نوعين رئيسيين وهما المحافظ العامة والتي يسميها بعضهم محافظ المؤسسات والنوع الآخر وهو المحافظ الخاصة وكما يسميها بعضهم محافظ العملاء .

إلا أن بعضهم الآخر يعتبر أن هناك نوعاً ثالثاً من المحافظ وهي المحافظ النقدية ولكن آخرين يعتقدون أن المحافظ النقدية هي فرع لأنها قد تكون إحدى مكونات المحافظ العامة أو المحافظ الخاصة.

٩ - المحافظ العامة (محافظ المؤسسات)

المحافظ العامة هي محافظ استثمارية تطرح للإكتتاب العام على شكل حصص يمتلكها المساهم. فيكون دور المساهم في الإدارة بقدر الأسهم التي يمتلكها ، كما تتمتع بإدارة مستقلة ، وتشكل هذه المحافظ من أدوات استثمارية متنوعة كالأسمم الممتازة والأسمم العادية والسندات وشهادات الإيداع والمعادن الثمينة.

٢- المحافظ الخاصة (محافظ العملاء)

المحافظ الخاصة هي محافظ يكونها المستثمرون أفراداً أو شركات للإستثمار لحساب العملاء بناء على رغبتهم. أو أن يوكل العميل مدير المحفظة بإدارة المحفظة إدارة كاملة على أن يتقاضى مدير المحفظة عمولة مقابل جهده وتعود الأرباح للعميل المستثمر الذي اختار تشكيل المحفظة . وتشكل هذه المحافظ الخاصة من أدوات استثمارية متنوعة هي ذاتها الواردة في المحافظ العامة.

٣- المحافظ النقدية (العملات الأجنبية)

ذكرنا آنفاً أن المحافظ نوعان رئيسيان هما العامة والخاصة، إلا أن بعض الباحثين يعتبر المحافظ النقدية جزءاً من السابقتين وبعضهم الآخر يعتبرها نوعاً مستقلاً بحد ذاته عن غيرها.

والمحافظ النقدية هي محافظ العملات الأجنبية تتشكل من عدة عملات فتأخذ اتجاهها أمريكياً أو أوروبياً أو قد يكون مختلطاً بمعنى المزج بين الاتجاهين.

أ- الاتجاه الأمريكي : أي الاتجاه الذي يعتمد على الإستثمار بالدولار الأمريكي أو العملات المرتبطة به أو المرتبطة بالإقتصاد الأمريكي وتعتمد عليه.

ب- الاتجاه الأوروبي : أي الاتجاه الذي يعتمد على الإستثمار بعملات الدول الأوروبية واليابان وتشمل سلة العملات : الجنيه الإسترليني ، الفرنك السويسري ، الجولدر الهولندي ، الين الياباني ، الفرنك الفرنسي ، المارك الألماني.

ج- الاتجاه المختلط : أي الاتجاه الذي يعتمد على الإستثمار بعملات الاتجاه الأمريكي والاتجاه الأوروبي معاً، أي المزج بين الاتجاهين.

وهذا النوع أكثر توازناً واستقراراً نتيجة للتقليل من تقلبات الأسعار، كما أن الإستثمار بوحدة حقوق السحب الخاصة يندرج تحت هذا الاتجاه.

الاستثمار بالمعادن الثمينة

يلجأ الناس أحيانا للاستثمار بالذهب والفضة كونهما من المعادن الثمينة التي عرفت منذ القدم وقد ساد التعامل بالذهب حتى اعتمدت بريطانيا ما يسمى بالنظام الذهبي لتسوية المدفوعات الدولية فكان أساسا للتسعير بحيث جعل سعر محدد للذهب مقابل العملات المختلفة لا سيما الدولار وظل الأمر هكذا حتى بداية السبعينات وتحول السعر إلى الأساس القائم على العرض والطلب. والحقيقة أن هناك جملة عوامل تؤثر على أسعار الذهب ارتفاعا وانخفاضاً نلجملها فيما يلي :

١- العوامل التي تؤدي إلى ارتفاع أسعار الذهب :

- أ- قدرة الدولة على سداد إلتزاماتها ودرجة العجز عن السداد.
- ب- توقف إنتاج الذهب أو قلة الكميات المنتجة منه.
- ج- عوامل سياسية عند حدوث الأزمات السياسية.
- د- زيادة معدلات التضخم وانخفاض أسعار الفائدة.

٢- العوامل التي تؤدي إلى انخفاض أسعار الذهب :

- أ- انخفاض معدلات التضخم وإرتفاع أسعار الفائدة .
 - ب- الإستقرار السياسي عالميا .
 - ج- زيادة إنتاج الذهب والإكثار من عرضه في الأسواق .
 - د- وجود وفورات في خزانة الدولة بعد تسديد ما عليها من إلتزامات.
- إن أشهر أسواق الذهب عالمياً سوق زيورخ وسوق لندن وسوق نيويورك .
- ويوجد نوعان من حسابات التعامل بالذهب وهما :
- أ- حسابات ذهب سبائك مخصصة : أي تخصص باسم مودعها.
 - ب- حسابات ذهب سبائك غير مخصصة : أي تقيد كمية وأوزان السبائك باسم كل مودع وجميع السبائك تكون غير مخصصة أي مختلطة لكافة المودعين.

ولكن التعامل بسبائك الذهب كودائع استثمارية له شروط معينة وسعر الفائدة غالباً ما يكون قليلاً ولذلك يتوجب على المتعاملين مراقبة الأسواق باستمرار ومتابعة الأحداث الاقتصادية والسياسية عالمياً.

تقييم المحافظ الاستثمارية وقياس عوائدها وتعديلها

حتى نقيم محفظة استثمارية ونقيس عوائدها لا بد أن نحسب المبالغ التي تسأى كدخل مستمر من المحفظة ومن ثم نحسب تلك الأرباح التي تحققت أو الخسائر التي تكبدها المستثمر وهذا كنسبة مئوية من إجمالي مبلغ المحفظة.

إن قياس مدى نجاح أو فشل المحفظة يقاس بالنسب والمعدلات التي يتعامل بها السوق كالانحراف المعياري ومعامل بيتا ومعامل الاختلاف وما إلى ذلك من المؤشرات المعتمدة في السوق.

أما إذا شعر المستثمر بخلل في عوائد المحفظة فإنه يلجأ لتعديلها، فإذا لاحظ أن العوائد تقل تدريجياً والمخاطر تزيد فإنه يلجأ إلى أدوات استثمارية أخرى تحقق له أعلى عائد بأقل المخاطر مع الأخذ بعين الاعتبار عامل الوقت حتى يُحسن وقت الشراء والبيع ليحقق أكبر عائد ومنفعة بأقل مخاطرة .

الفصل السادس

المبادلة بين المخاطرة والعائد

إن أي مشروع استثماري يعود بالأرباح المحزنة لا بد وأن يحمل في طياته درجة من المخاطر النظامية وغير النظامية ، لذلك كان لا بد للمستثمر قبل اتخاذ قراره الاستثماري من الأخذ بعين الاعتبار العوائد المتوقعة الحصول عليها بالنظر إلى درجة المخاطرة.

وحيث أن غاية المستثمر تحقيق العائد الأكبر وتخفيف حدة المخاطر، فعليه قياس العوائد والمخاطر للمفاضلة بين البدائل المتاحة لديه ، فإذا كان العائد على الاستثمار كبيراً ودرجة المخاطرة قليلة فإن المستثمر يتخذ قراره الاستثماري ويباشر الاستثمار، في حين إذا كان العائد على الاستثمار ضعيفاً ودرجة المخاطرة كبيرة فإن المستثمر يتخذ قراره بالتوجه نحو استثمار بديل يحقق له ربحاً أو فرب بمخاطرة أقل.

وتعميقاً لهذه المفاهيم ارتأينا دراسة الموضوعات التالية :

* تحليل العائد والمخاطرة.

* مصادر المخاطر المختلفة.

* قياس المخاطرة.

* قياس العوائد.

* المبادلة بين المخاطر والعوائد.

تحليل العائد والمخاطرة

تحدثنا فيما مضى عن المخاطر وقلنا إن قيام المستثمر بالعملية الإستثمارية ينطوي على درجة من المخاطر بشقيها النظامية وغير النظامية مقابل حصوله على عائد. ولذلك فقبل الإقدام على الإستثمار يأخذ المستثمر بعين الاعتبار العوائد المتوقعة الحصول عليها بالنظر إلى درجة المخاطرة. فبعض المستثمرين يميلون للمغامرة وبعضهم يفضل أن تغطي عوائد المشروع نفقاته دون أن يغامر بالأكثر، فاحتمال وقوع الخسارة يعني احتواء المشروع على شيء من المخاطرة.

المخاطر النظامية وغير النظامية ومصادرها

إن أي مشروع استثماري يعود علينا بالأرباح المحزنة لا بد وأن يحمل في طياته درجة من المخاطر. والمخاطر نوعان هما : المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية.

١- المخاطر النظامية : وهي المخاطر التي تنشأ عن البيئة والمحيط وتتعلق بالنظام المالي العام ، وليس للمشروع بحد ذاته دور رئيس فيها. ولذلك نجدها تؤثر على المستثمرين كافة دونما استثناء ، والتنوع الإستثماري حيالها ليس حلاً إلا أنه يمكن التخفيف من حدتها بقياسها ببعض المعاملات والمعايير .

٢- المخاطر غير النظامية : وهي تلك التي تنشأ عن طبيعة ونوع الإستثمار لا من طبيعة النظام المالي العام . لذلك تكون خاصة بالمشروع وتأتي كنتيجة لبعض التعاملات الإستثمارية فتؤثر على مستثمر معين أو مشروع محدد دونما غيره ، من هنا يمكن تفادي هذه المخاطر وتجنبها بشكل كبير من خلال التنوع الإستثماري وحسابها بالإنحراف المعياري.

ولا تنحصر المخاطر فيما ذكرنا من مخاطر نظامية وغير نظامية بل هناك تصنيفات أخرى نجمعها فيما يلي :

أ- **مخاطر النشاط الصناعي** : فقد يتعرض نوع من الصناعة لمخاطر تنعكس على المتعاملين معه من خلال الأسهم الخاصة بذلك المشروع الصناعي.

ب- **مخاطر أسعار الفائدة** : لا شك أن تقلبات أسعار الفائدة لها أثرها على أرباح المستثمر فلو فرضنا أن شخصاً وظف أمواله في مشروع استثماري وبعد فترة معينة ارتفعت أسعار الفائدة فذلك سوف يؤثر سلباً على حجم العائد ، ولذلك فكمشة التذبذب في أسعار الفائدة سيعمل على زيادة الفجوة والفارق في العوائد التي سيحققها المستثمر بين انخفاض وارتفاع لسعر الفائدة . لذلك ينصح بثبات سعر الفائدة أو عدم تذبذبها بشكل كبير حتى يستقر وضع المستثمر .

ج- **مخاطر السوق** : إن تعرض السوق لانهيارات مفاجئة وتقلبات سريعة وانخفاض في الأسعار سيؤثر على المستثمر بشكل أو بآخر.

د- **مخاطر التضخم والإئتمان** : إن التضخم وما يعنيه من انخفاض للقوة الشرائية للنقد سيؤدي لانخفاض القيم الحقيقية للموجودات والأصول الاستثمارية، مما يؤدي إلى مشاكل مالية وربما عسر مالي لصاحب المشروع جراء عدم تمكنه من سداد ما عليه من التزامات مالية نتيجة الإقراض والتسهيلات الإئتمانية .

هـ- **مخاطر قانونية واجتماعية** : كثيراً ما تلجأ بعض الدول لعملية التأمين فتؤم بعض المشاريع مما يؤثر على مصلحة المستثمر . وإن بعض العادات الاجتماعية والقوانين السائدة في كثير من الدول كطبيعة الإستهلاك والميول والرغبات وأذواق الناس لها دورها كذلك.

قياس المخاطرة

على المستثمر أن يتعرف طرق قياس المخاطرة لتخفيف درجتها ، رغم أن كثيرين يعتقدون أن التباين مقياس للدرجة المخاطرة فكلما زاد التباين دل ذلك على عدم التجانس، وهناك الإنحراف المعياري ومعامل التغير والبيتا وكلها طرق لقياس المخاطرة وستتناول كلاً منها فيما يلي :

١- الإنحراف المعياري

حيث يقيس مدى انحراف أرباح السهم التي تحققت عن المتوقعة ، ولذلك فهو يأخذ بأرباح السهم لعدة سنوات. وبالتالي فالإنحراف المعياري يقيس التشتت عن الوسط الحسابي بأن نحسب المتوسط الحسابي لأرباح السهم لعدة سنوات سابقة ثم نقارن الأرباح السنوية مع هذا المتوسط لنحصل على درجة الإنحراف.

كلما كانت درجة الإنحراف كبيرة دلّت على أن درجة المخاطرة كبيرة . في حين كلما كانت أرباح السهم قريبة من المتوسط الحسابي دلّت على استقرار السهم وقلة مخاطره.

ويمكن احتساب الإنحراف المعياري من خلال القانون :

$$\text{الإنحراف المعياري} = \sqrt{\frac{\sum (\bar{x} - x_i)^2}{n}} \times 100\% \quad \text{علماً أن :}$$

ك : ترمز للمجموع . س : ترمز للعائد السنوي .

$$\bar{x} : \text{الوسط الحسابي بحيث } \bar{x} = \frac{\sum x_i}{n} \quad \text{ن : السنوات .}$$

مثال :

نفرض أن العائد السنوي لسهم ما خلال خمس سنوات متوالية كما يلي:

$$7\% ، 5\% ، 3\% ، 6\% ، 5\%$$

والمطلوب إيجاد الإنحراف المعياري ؟

الحل :

نحسب أولا الوسط الحسابي للعوائد كما يلي :

$$\bar{x} = \frac{\sum x}{n} = \frac{0.05 + 0.06 + 0.03 + 0.05 + 0.07}{5} = \frac{0.26}{5} = 0.052$$

ثم نحسب الفرق بين العائد السنوي والوسط الحسابي ثم نربع الفارق كما يلي :

$$0.05 - 0.052 = (-0.002) \text{ وتربيعه } = 0.000004$$

$$0.06 - 0.052 = (0.008) \text{ وتربيعه } = 0.000064$$

$$0.03 - 0.052 = (-0.022) \text{ وتربيعه } = 0.000484$$

$$0.05 - 0.052 = (-0.002) \text{ وتربيعه } = 0.000004$$

$$0.07 - 0.052 = (0.018) \text{ وتربيعه } = 0.000324$$

ويمكن صياغة ما سبق في الجدول التالي :

ن	س	\bar{x}	(س - \bar{x})	(س - \bar{x}) ²
١	٠.٠٥	٠.٠٥٢	-٠.٠٠٢	٠.٠٠٠٠٠٤
٢	٠.٠٦	٠.٠٥٢	٠.٠٠٨	٠.٠٠٠٠٦٤
٣	٠.٠٣	٠.٠٥٢	-٠.٠٢٢	٠.٠٠٠٤٨٤
٤	٠.٠٥	٠.٠٥٢	-٠.٠٠٢	٠.٠٠٠٠٠٤
٥	٠.٠٧	٠.٠٥٢	٠.٠١٨	٠.٠٠٠٣٢٤
	٠.٢٦			٠.٠٠٠٨٨

ثم نطبق القانون :

$$s^2 = \frac{\sum (x - \bar{x})^2}{n}$$

$$= \sqrt{\frac{0.00088}{0.000176}} = 0.13266$$

إذن الانحراف المعياري = ١٣٢٦٦٪

٢- معامل الاختلاف

اشرنا إلى أنه كلما كان الانحراف المعياري كبيراً كانت درجة مخاطرة السهم كبيرة وبالتالي عدم استقراره ، ولذلك مقياس كبر الانحراف المعياري أو صغره فيقاس بمعامل الاختلاف.

ولاحساب معامل الاختلاف يجب حساب الانحراف المعياري. ومن ثم نقسم الانحراف المعياري على الوسط الحسابي فيعطينا معامل الاختلاف . وبحسب معامل الاختلاف كالتالي :

$$\text{معامل الاختلاف} = \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{الوسط الحسابي}} \times 100\%$$

مثال :

في المثال السابق وجدنا أن الانحراف المعياري يساوي ١٣٢٦٦٪ والوسط الحسابي ٥٢ر٠٠٠ فيكون

$$\begin{aligned} \text{معامل الاختلاف} &= \frac{0.13266}{0.052} \times 100\% \\ &= 255.1\% \end{aligned}$$

٣- البيتا

وهو مقياس لسرعة تأثر السهم مقارنة بتأثر السوق . وإذا فرضنا أن سرعة تأثر السوق لأي حالة الواحد صحيح فإن هبوط أو ارتفاع السهم بنفس اتجاه السوق يكون سرعة تأثره الواحد الصحيح. ولكن لنفترض أن تغير السوق كان ١٠٪ بينما تغير سرعة السهم ١٥٪ فمعنى ذلك تذبذب السهم مرة ونصف .

يتضح مما سبق أن لكل سهم سلوكاً معيناً مقارنة بسلوك السوق عامة ومعنى ذلك أن البيتأ هي مقياس للمخاطر النظامية في السوق التي ترجع لأسباب عامة كتغير الظروف الإقتصادية على سبيل المثال .

قياس العوائد

إن غاية المستثمر تحقيق العائد ولكن بالنظر إلى درجة المخاطرة محاولاً بذلك تعظيم العوائد قدر ما استطاع والتخفيف من حدة المخاطر قدر الإمكان ، أما بالنسبة لقياس المخاطر فقد بينا كيف للمستثمر أن يقيسها ، ولكن تبقى كيفية قياس العوائد بشكل صحيح حتى يتمكن المستثمر من معرفة مدى إمكانية تقدمه في المشروع أو الإحجام عنه من خلال الأخذ بعين الاعتبار العوائد التي تحققت خلال السنوات السابقة مع مراعاة ما تحقق من أرباح أو خسائر عند تقييمه للإستثمار إذا أراد بيعه ..

عوائد فترة الإحتفاظ

تختلف فترة الإحتفاظ من سهم لآخر ، فقد يتم الإحتفاظ بسهم أو سند لمدة سنة واحدة ، فعندئذ نحسب العائد على الإستثمار من خلال المعادلة :

$$\frac{\overline{س} - س + 1}{س} = \text{العائد على الإستثمار لامتلاك السهم أو السند لمدة سنة واحدة}$$

حيث $\overline{س}$: هو سعر بيع السهم

$س$: هو سعر شراء السهم.

$أ$: مجموع الأرباح التي تحققت من السهم خلال فترة الإحتفاظ به.

مثال :

اشترى مستثمر سهماً بقيمة ٣٠ ديناراً وبعد سنة باعه بـ ٣٥ ديناراً علماً أن هذا السهم قد حقق له ربحاً مقداره : ٢٥ ديناراً ، فكم يكون العائد على الإستثمار؟
الحل :

لدينا من معطيات المثال :

سعر الشراء (س) = ٣٠ ديناراً

سعر البيع (س) = ٣٥ دينار

بمجموع الأرباح التي تحققت خلال فترة الاحتفاظ (١) = ٢٥ ديناراً

فنعطى القانون :

$$\frac{\text{س} - \text{س}}{1 + \text{س}} = \text{العائد على الاستثمار}$$

$$\frac{1}{4} = \frac{25}{30} = \frac{25 + 20 - 30}{30} =$$

$$\text{إذن العائد على الاستثمار} = \frac{1}{4} \text{ أي } 25\%$$

أما عندما تكون فترة الاحتفاظ لعدة سنوات نعطي القانون :

$$\left(\frac{\text{س} + \text{س}}{2} \right) \div \left(1 + \frac{\text{س} - \text{س}}{ن} \right)$$

حيث : س : سعر بيع السهم .

س : سعر شراء السهم .

ن : عدد سنوات الاحتفاظ بالسهم .

أ : الأرباح الموزعة لكل سنة .

مثال :

إشترى مستثمر سهماً بقيمة ٣٠ ديناراً وبعد خمس سنوات باعه بسعر ٦٠

ديناراً ، علماً بأن هذا السهم يحقق ربحاً سنوياً مقداره ٣٠٠ فلس . فكم يكون العائد

على الاستثمار ؟

الحل :

من معطيات المثال :

سعر الشراء (س) = ٣٠ ديناراً

سعر البيع (\bar{S}) = ٦٠ ديناراً

عدد السنوات (N) = ٥ سنوات

الأرباح السنوية (I) = ٣٠٠ فلس

فنتطبق القانون :

$$\left(\frac{\bar{S} + S}{2} \right) \div \left(1 + \frac{\bar{S} - S}{N} \right) = \text{العائد على الاستثمار}$$

$$\left(\frac{30 + 60}{2} \right) \div \left(0.3 + \frac{30 - 60}{5} \right) =$$

$$\left(\frac{90}{2} \right) \div \left(0.3 + \frac{30}{5} \right) =$$

$$(45) \div (0.6 + 6) =$$

$$0.14 = 45 \div 63 =$$

$$\text{إذن العائد على الاستثمار} = 0.14 = 14\%$$

طريقة القيمة الحالية للعوائد

إن احتساب العوائد بالطريقة الأولى حسب فترة الاحتفاظ بالسهم أقل صعوبة من احتسابه بطريقة القيمة الحالية للعوائد، ولذلك فأغلب الذين يستعملون القيمة الحالية هم متخصصون في مجالات الاستثمار كمديري المحافظ الاستثمارية وموظفي قسم الاستثمارات في البنوك والصناديق الاستثمارية ممن يتمتعون بدرجة من الكفاءة والخبرة.

وأساس هذه الطريقة اعتماد العوائد المركبة ومعادلة القيمة الحالية بمعرفة نسبة الخصم التي تخصم بها قيمة العوائد لمعرفة القيمة عند شراء السهم في بداية المدة من المعادلة التالية :

علما أن :

أ ، أ_١ : تمثل الربح السنوي للسهم .

خ : نسبة الخصم .

س : سعر بيع السهم .

س : سعر شراء السهم .

ولنضرب مثالا توضيحيا لذلك.

مثال :

اشترى مستثمر سهما بقيمة ٤ دنانير واحتفظ به مدة ٣ سنوات ثم باعه بسعر

٦ دنانير ، علما أن العائد الذي يتحقق سنويا هو ١٠٠ فلس ونسبة الخصم كانت

١٥٪.

الحل :

من معطيات المثال لدينا :

سعر الشراء (س) = ٤ دنانير .

سعر البيع (س) = ٦ دنانير .

نسبة الخصم (خ) = ١٥٪

الربح السنوي للسهم (أ) = ١٠٠ فلس

فترة الإحتفاظ ثلاث سنوات .

نطبق القانون :

$$\text{الع} + \frac{أ + س}{١(خ+١)} + \frac{أ}{٢(خ+١)} + \frac{أ}{٣(خ+١)} + \dots$$

فتجدد :

$$\frac{٦٠٠٠}{٣ \left(\frac{١٠}{١٠٠} + ١ \right)} + \frac{١٠٠}{٧ \left(\frac{١٠}{١٠٠} + ١ \right)} + \frac{١٠}{١ \left(\frac{١٠}{١٠٠} + ١ \right)} =$$

$$\frac{٦٠٠}{٣(١٠٥)} + \frac{١٠٠}{٧(١٠٥)} + \frac{١٠}{١(١٠٥)} =$$

$$\frac{٦٠٠}{١٥٢٠٨٧٥} + \frac{١٠٠}{١٣٢٢٥} + \frac{١٠}{١١٥} =$$

$$٤٠١٠٨٤٩ + ٠٠٧٥٦ + ٠٠٨٦٩ =$$

$$= ٤١٧٣٣٤٩$$

وهكذا تتم عملية المقارنة بين العائد على الاستثمار والمخاطر المتوقعة الحدوث، فإذا كان العائد على الاستثمار كبيراً ودرجة المخاطرة قليلة فإن المستثمر يتخذ قراره الاستثماري ويأشر الاستثمار ، في حين إذا كان العائد على الاستثمار ضعيفاً ودرجة المخاطرة كبيرة جداً فإن المستثمر يتخذ قراره بالتوجه نحو استثمار بديل يحقق له ربحاً أو فربمخاطرة أقل .

الفصل السابع

الاستثمار بالأسهم والسندات

يعتبر الاستثمار بالأسهم والسندات أهم أنواع الاستثمار في السوق المالي فالسهم يمثل حق الملكية، على حين يمثل السند حق الدائنية ولكل من الأسهم والسندات أنواع ، كما أن للأسهم الممتازة خصائص تميزها عن الأسهم العادية، ناهيك عن الفارق بين الأسهم والسندات.

وتفصيلا لهذه الأمور جعلنا الفصل يبحث فيما يلي :

* الاستثمار بالأسهم العادية والممتازة.

* الاستثمار بالسندات قصيرة الأجل وطويلة الأجل.

الإستثمار بالأسهم والسندات

يعتبر الإستثمار بالأسهم والسندات أهم أنواع الإستثمار في السوق المالي وقد أشرنا إلى أن السهم يمثل حق الملكية في حين أن السند يمثل حق الدائنية وكما أن الأسهم أنواع فإن السندات أنواع مختلفة كذلك وسنأتي على ذلك بالتفصيل.

١- الإستثمار بالأسهم

ونعني به المشاركة في الملكية ومثال ذلك الأسهم بتوعيتها العادية والممتازة، والأسهم عبارة عن حصص متساوية في ملكية مؤسسة أو شركة مساهمة مثبتة بصكوك قانونية يمكن تداولها بيعاً وشراءً في الأسواق المالية ، ويمثل مجموع الأسهم نصيب مالكيها من رأسمال الشركة بناء على قيمة السهم الاسمية عند التأسيس، وعليه فالأسهم وسيلة من وسائل تمويل الشركة وتكوين رأس المال وتخول مالكيها بعض الحقوق والإميازات منها :

١- إنتخاب أعضاء مجلس الإدارة .

٢- ترشيح نفسه للمشاركة بإدارة الشركة بالقدر الذي يملكه من الأسهم.

٣- الحصول على نصيبه من الأرباح الموزعة بما يعادل نصيبه من رأس المال المدفوع، فإذا كانت له نسبة الثلث من الأسهم حصل على نسبة الثلث من الأرباح ، أما إذا كانت له نسبة الثلثين من رأس المال فإنه يحصل على نسبة الثلثين من الأرباح، وهكذا نجد أن العلاقة التي تربط نسبة الأسهم المملوكة من رأسمال الشركة مع الأرباح هي علاقة طردية فكلما زادت حصة المستثمر من الأسهم زادت حصته من الأرباح.

٤- الحصول على نصيبه من القيمة المتبقية عند التصفية ، بعد تسديد الشركة ما عليها من التزامات.

٥- له أولوية الاكتتاب في الإصدارات الجديدة والإطلاع على وضعية الشركة وسجلاتها.

وتنقسم الأسهم العادية إلى أنواع أساسية هي :

١- أسهم إسمية : وهي أسهم يثبت عليها اسم مالك الأسهم وتسجل الأسهم لدى الشركة باسم صاحب الشأن وبذلك يسجل على شهادة الأسهم اسم الشخص لذلك سميت أسهماً إسمية لكتابة اسم المالك صراحة.

٢- أسهم إذنية أو لأمر : يذكر هنا اسم صاحب السهم في الشهادة مع إظهار الإذن أو الأمر .

٣- أسهم لحامله : وهنا لا تحمل شهادة الأسهم اسم صاحب الأسهم وإنما يصبح مالكا للأسهم حامل الشهادة ولذلك سُميت أسهماً لحاملها.

ويتخذ السهم العادي تلك القيم حسب مراحل حياة الشركة التالية :

أ- القيمة الإسمية : وهي قيمة السهم التي تتحدد عند تأسيس الشركة وتثبت في شهادة الأسهم الصادرة للمالكها.

ب- قيمة الإصدار : وغالبا ما تكون مساوية للقيمة الإسمية أو أكثر منها وتتحدد طرحها للإكتتاب العام. ولا يجوز أن تكون قيمة إصدار السهم أقل من قيمة السهم الإسمية .

ج- القيمة السوقية : وهي القيمة التي تحدد للسهم في السوق المالي من خلال تداول السهم وظروف العرض والطلب عليه.

د- القيمة الدفترية : وتستخرج من سجلات ودفاتر الشركة من خلال قيمة الأصول في دفاتر الشركة ولذلك سميت بالقيمة الدفترية لاستخراجها من الدفاتر.

هـ- القيمة التصفوية : وهي قيمة السهم عند تصفية الشركة وسداد ما عليها من التزامات وحساب صافي قيمة الأصول . وإذا أردنا الحصول على القيمة التصفوية للسهم قسمنا حصيلة التصفية على عدد أسهم الشركة.

أما النوع الثاني من الأسهم فهو الأسهم الممتازة حيث يفضل بعض المستثمرين الأسهم الممتازة على غيرها ، كونها تجمع بين الأسهم العادية من حيث حق الملكية وبين السند في كونه محدد الفائدة مسبقاً. فالأسهم الممتازة أوراق مالية تضمن لحاملها ميزات لا تضمنها الأسهم العادية. ومثال ذلك حصول حامل السهم الممتاز على أرباح محددة بنسبة سنوية ثابتة أو بمبلغ محدد بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة وما حققته من رقم الأعمال، كما أنه قد لا يتم توزيع الأرباح على أصحاب الأسهم العادية لكن من الضروري توزيع الأرباح على أصحاب الأسهم الممتازة وكذلك عند تصفية الشركة يكون لحامل السهم الممتاز الأولوية في الحصول على كامل حقوقه.

وبذلك يكون السهم الممتاز حق ملكية غير محدود الفترة ولا ينتهي إلا بتصفية الشركة، إلا أنه لا يجوز محصم أرباح الأسهم الممتازة من الوعاء الضريبي . فبعض التشريعات تعفي نسبة معينة من الأرباح الموزعة عليها من ضريبة الدخل.

وتنقسم الأسهم الممتازة إلى أنواع أساسية هي :

١- الأسهم الممتازة المجمعة الأرباح : أي من حق مالك السهم الممتاز أن يرسل الأرباح المجمعة غير الموزعة من سنة لأخرى في حالة عجز الشركة عن الدفع أو تحقيق الشركة أرباحاً ولم تعلن عن توزيعها لسبب ما.

٢- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح : وهي إعطاء الحق لمالك تلك الأسهم بمشاركة المساهمين في الأرباح المودعة ، ويمكن أن يكون هناك حد أقصى للمشاركة في الأرباح أو لا يكون هناك حد مقيد .

٣- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل : وهي فرصة تحويل الأسهم إلى أسهم عادية عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي فيحقق عائداً جيداً مع مراعاة الظروف المحيطة.

٤- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء : وهي إلزامية الشركة لصاحب السهم برده للشركة بسعر محدد وفترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار. وذلك لتقليص عدد أصحاب الأسهم الممتازة.

الإستثمار بالسندات قصيرة الأجل وطويلة الأجل

النوع الثاني من الأوراق المالية هو السندات التي تمثل حقوق الدائنية كونها قروضاً تقرضها الجهات الحكومية أو الخاصة لتمويل عملياتها ، ويستعمل السند لتنظيم الائتمان وعرض النقود وقد تلجأ البنوك المركزية لإصدار السندات في حالة التضخم لامتصاص السيولة النقدية الزائدة في السوق.

فالسند حق دائنية يتعهد من خلاله المقرض بدفع مبلغ معين مقابل إقراضه مضافاً إليه فوائد القرض المحددة بنسبة معينة وفي تاريخ محدد. وعليه فالسند قابل للتداول بيعاً وشراءً في السوق المالي. وبالتالي يعتبر أداة دين تضمن لحاملها حق الدائنية. ففي حالة تحصيل الأرباح وتصفية الشركة تكون لحامل السند الأولوية. كما أن السند من أدوات الإستثمار ثابتة الدخل كونه يحصل على فائدة ثابتة. وعليه يكون للسند فترة زمنية محددة.

والسندات أنواع فمنها سندات حكومية تصدر عن الدولة كسندات الخزينة وهناك السندات التي تصدر عن الجهات الخاصة كالمؤسسات والشركات والبنوك، إلا أن السندات الحكومية أكثر مصداقية وأماناً من غيرها ويمتاز بأن فوائدها معفاة من ضريبة الدخل .

كما قد تكون السندات لحاملها فلا يذكر اسم المستثمر ويمكن انتقالها من يد لأخرى. أو تكون سندات إسمية يسجل عليها صراحة اسم المستثمر. وقد تصنف السندات حسب الأجل فتتوزع بين سندات طويلة الأجل بفوائد أعلى من غيرها أو سندات متوسطة الأجل وتكون الفوائد عليها أقل من فوائد طويلة الأجل ، وسندات

قصيرة الأجل لا تتجاوز مدتها عاما واحدا وتكون معدلات الفائدة عليها قياسا مع غيرها قليلة نظرا لقصر آجالها وإنخفاض درجة المخاطرة. كما قد تصنف السندات بصفتها مضمونة أو غير مضمونة. وقابلة للاستدعاء وكذلك قابليتها للتحويل وغير ذلك.

أما عند الحديث عن السندات من حيث الأجل فهي إما سندات قصيرة الأجل وإما سندات طويلة الأجل.

أ- السندات قصيرة الأجل

يتم تداولها بالقيمة الاسمية مع إضافة العمولات والمصاريف ، ولأننا نتحدث عن الأجل القصير فإن قيمة هذه السندات لا تتغير بشكل كبير، ومن أهم أسواق هذه السندات سوق سندات اليورو دولار وهي سندات محبذة من طرف المستثمرين لما تحمله من خصائص نذكر أهمها :

١- صدورها من جهات ذات ثقة كالحكومات والمؤسسات الكبيرة ذات السمعة المرموقة .

٢- آجالها لا تتجاوز السنة وتصدر بفئات مختلفة وآجال متنوعة الإستحقاق.

٣- تسمح للمستثمر بتحقيق أهدافه من خلال اختياره للجهة المصدرة وآجال الإستحقاق.

٤- بما أنها ذات آجال قصيرة فدرجة تغير قيمتها بسيطة.

٥- يسهل تسيلها نظرا لقصر آجالها .

ب- السندات طويلة الأجل

وهي سندات تزيد آجالها على خمس سنوات تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات قصيرة الأجل ويمكن للمستثمر تسيل السند عند حاجته إليه، وللسندات طويلة الأجل أنواع مختلفة نذكر منها :

١- السندات المباشرة .

٢- السندات ذات سعر الفائدة العائم.

٣- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

٤- السندات ذات الضمان بالتملك.

٥- السندات القابلة للتمديد والسندات القابلة للدفع المسبق.

٦- السندات القابلة للاستدعاء.

٧- السندات عالية المردود.

وقد يلجأ المستثمر مالك السند إلى تسجيل السند أو بيعه إذا احتاج لأموال
سائلة ويكون ذلك وفق المعادلة :

$$\begin{aligned} & \frac{\text{سعر الفائدة} \times \text{عدد الأيام الأساسية}}{360 \times 100} + 1 \\ & \frac{\text{العائد المتفق عليه} \times \text{عدد الأيام المتبقية}}{360 \times 100} + 1 \\ & \frac{r \times d}{360 \times 100} + 1 \\ & \frac{y \times n}{360 \times 100} + 1 \end{aligned}$$

وبالرموز فإن : سعر شراء السند = س × $\frac{360 \times 100}{y \times n} + 1$

حيث س : القيمة الإسمية للسند .

د : عدد الأيام الأساسية للسند .

ر : سعر الفائدة .

ي : العائد المتفق عليه .

ن : عدد الأيام المتبقية .

ولتوضيح كيفية احتساب سعر شراء السند نورد المثال التالي:

مقال :

سند قيمته مليون دولار بسعر فائدة ١٠٪ سنوياً مدته الأساسية ١٥٠ يوماً وكانت المدة المتبقية على استحقاقه عند الشراء ٣٠ يوماً والعائد المتفق عليه ١٢٪ سنوياً . فكم يكون سعر شراء السند ؟
الحل :

من معطيات المثال لدينا :

القيمة الاسمية للسند (س) = مليون دولار.

عدد الأيام الأساسية للسند (د) = ١٥٠ يوم.

وسعر الفائدة (ر) = ١٠٪.

والعائد المتفق عليه (ي) = ١٢٪.

وعدد الأيام المتبقية (ن) = ٣٠ يوم.

وبتطبيق المعادلة :

$$\text{سعر شراء السند} = \frac{\frac{\text{د} \times \text{ر}}{360 \times 100} + 1}{\frac{\text{ن} \times \text{ي}}{360 \times 100} + 1} \times \text{س}$$

نجد أن :

$$\text{سعر شراء السند} = \frac{\frac{150 \times 10}{360 \times 100} + 1}{\frac{30 \times 12}{360 \times 100} + 1} \times 1,000,000$$

$$= \frac{\frac{1500}{36000} + 1}{\frac{360}{36000} + 1} \times 1,000,000$$

$$\frac{0.416 + 1}{0.1 + 1} \times 1.000000 = \frac{\frac{15}{360} + 1}{\frac{1}{100} + 1} \times 1.000000 =$$

$$1.3128 \times 1.000000 = \frac{1.416}{1.1} \times 1.000000 =$$

سعر شراء السند = ١٠٣١٢٨٠ دولار

ونور فيما يلي شرحاً لأنواع السندات طويلة الأجل.

١- السندات المباشرة

وهي سندات تصدر بسعر فائدة ثابت وبتاريخ محدد وتستحق السداد في تاريخها الأصلي دون تمديد وغالباً ما تكون درجة مخاطرتها متدنية ويستعملها المستثمرون العاديون.

٢- السندات ذات سعر الفائدة العائم

كان أول ظهور لها عام ١٩٧٠م من طرف مصلحة الطاقة الكهربائية بإيطاليا حيث أصدرت سندات بسعر فائدة عائم مضمونة من الحكومة، استعملت كوسيلة لتمويل البنوك، وأكثر من استعملها الصناعيون كوسيلة لإقراض ذات آجال استحقاق طويلة.

وميزة السندات ذات سعر الفائدة العائم أن سعر الفائدة يتغير كل ثلاثة أشهر أو ستة أشهر حسب تغير سعر الفائدة للإيداعات الآجلة.

ويتم التسعير بإضافة نسبة مفعوة إلى سعر الإقراض حسب الهامش المتفق عليه، فلو فرضنا أن سعر الفائدة السائد ١٠٪ والهامش المتفق عليه هو ١٪ فإن سعر الفائدة العائم يكون (١٠٪ + ١٪) = ١١٪.

٣- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

هذا النوع من السندات يعطي حامله الحق في تحويله لأسهم في رأس مال الجهة التي أصدرته ، إن عملية التحويل إلى أسهم تتطلب المهاراة والخبرة والفهم الصحيح لوضعية الجهة مصدرة السند وأسواق الأسهم والسندات . لا سيما أن هذه السندات تصدر بقيمة اسمية محددة وفائدة ثابتة وتاريخ استحقاق معلوم.

٤- السندات ذات الضمان بالتملك

كذلك الأمر هذه السندات تصدر بقيمة إسمية محددة وفائدة ثابتة وتاريخ استحقاق معلوم ولكن ما يميزها عن غيرها إعطاء الحق لحاملها بالاكتساب بأسهم رأسمال الجهة التي أصدرته على أساس محدد عند الإصدار.

ويمكن فصل حق الضمان بالتملك عن السند وإمكانية التداول في كل منهما بشكل مستقل، فإذا انخفض سعر السهم انخفض سعر السند والعكس فإذا ارتفع سعر سهم الجهة المصدرة أدى ذلك إلى انخفاض سعر السند، ولذلك لا يتعامل بهذا النوع من السندات إلا المستثمرون المضاربون غالباً.

٥- السندات القابلة للتمديد والسندات القابلة للدفع المسبق

في السندات القابلة للتمديد يسمح لحاملها أخذ قيمتها بتاريخ استحقاقها أو الإستمرار بالإحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاقها لسنوات قادمة بنفس سعر الفائدة. أما في السندات القابلة للدفع يعطى المستثمر الحق في تقديمها للجهة المصدرة لدفع قيمتها قبل استحقاقها بعدد من السنوات أو أن يحتفظ بها لحين استحقاقها.

٦- السندات القابلة للاستدعاء

في هذه السندات يحق للجهة المصدرة شراء جزء من سنداتها أو كلها في السوق المالي بسعرها الإسمي ولو بعد سنين ، على أن لا يتجاوز ذلك تاريخ الإستحقاق .

٧- السندات عالية المردود

تمتاز هذه السندات بمردود عالٍ وذلك لأن مصدر السندات جهة ذات سلامة ممتازة ودرجة تصنيفها عالية وسريعة النمو قادرة على تحقيق الأرباح. إلا أن درجة المخاطرة النظامية للجهات المصدرة للسندات تكون بسيطة في حين أن المخاطرة غير النظامية تكون أكثر من غيرها.

الفصل الثامن

أسس تقييم الأوراق المالية والهدف من التقييم

إن ما يميز الأصول المالية عن غيرها أن لها عوائد مالية تعطي الأصول المالية قيمة مالية أكبر من تكلفتها أو أقل. من هنا جاء اهتمام المحللين الماليين بعملية تقييم الأوراق المالية كونها تحقق دخلا إضافيا.

وتتخذ القيمة أشكالا متنوعة ، إلا أن تقييم السندات والأسهم الممتازة عملية تكاد تكون بسيطة ، على حين أن عملية تقييم الأسهم العادية فيها شيء من الصعوبة لعدم القدرة على التنبؤ بالإيرادات والنفقات المستقبلية لبعض الشركات لا سيما إن كانت غير مستقرة الأوضاع.

وتقريبا لهذه المفاهيم من ذهن القارئ نفصل القول فيما يلي :

- * مفهوم القيمة.
- * أنواع القيمة .
- * تقييم السندات والأسهم الممتازة .
- * تقييم الأسهم العادية.

مفهوم القيمة

تتماز الأصول المالية عن غيرها بالعوائد المالية مما يعطي الأصول المالية قيمة مالية أكبر من تكلفتها أو أقل. لذلك لا بد من معرفة القيم بكل دقة . فقد اهتم الاقتصاديون والمحللون بعملية تقييم الأوراق المالية كون الأصول المالية تعمل على تحقيق دخل إضافي. فيكون من الضروري معرفة متى سترتفع الأسعار أو تنخفض لتحديد موعد البيع والشراء بما يحقق العوائد.

أنواع القيمة

القيمة الاسمية

وهي قيمة السهم التي تحدد عند تأسيس الشركة وتثبت في شهادة الأسهم الصادرة للمالكها.

القيمة الدفترية

وتستخرج من سجلات ودفاتر الشركة من خلال قيمة الأصول في دفاتر الشركة ولذلك سميت القيمة الدفترية لاستخراجها من الدفاتر.

القيمة السوقية

وهي القيمة التي تحدد للأصل في السوق المالي من خلال التداول وظروف العرض والطلب.

القيمة التصفوية

وهي قيمة الأصل عند تصفية الشركة وسداد ما عليها من التزامات وحساب صافي قيمة الأصل. ونحصل على قيمة السهم التصفوية من خلال قسمة حصيلة التصفية على عدد أسهم الشركة.

قيمة المنشأة المستمرة

ونلجأ لهذا النوع من القيمة عندما نرغب ببيع الشركة وهي لا زالت عاملة
فنأخذ بعين الاعتبار الشهرة والسمعة.

القيمة العادلة

تختلف القيمة العادلة حسب الظروف السائدة والظروف الإقتصادية من سنة
لأخرى فالقيمة العادلة تعكس القيمة الحقيقية للشركة من خلال قيمة موجوداتها
وحجم مبيعاتها وأرباحها المتحققة وخسائرها التي وقعت. وهي تختلف من سنة لأخرى
. فقد تكون الشركة رابحة في سنة ما ولكنها تخسر في سنة أخرى مما يؤثر على قيمتها
العادلة الحقيقية.

تقييم السندات والأسهم الممتازة

من السهل تقييم السندات والأسهم الممتازة لأن لها دخلاً ثابتاً ، على حين أن
الأسهم العادية غير ثابتة الدخل. ولذلك فاستقرار الجهة المصدرة للسندات أو الأسهم
الممتازة يؤثر على تدفقاتها فكلما كانت درجة التصنيف الائتماني جيدة والوضع المالي
جيداً والجهة المصدرة للسند أو السهم غير مهددة بالإفلاس كانت التدفقات أوفر،
والتدفقات النقدية هي مجموع الفوائد المدفوعة مضافة إلى القيمة الإسمية، ولكن يبقى
معدل الخصم الذي يستخدم عند التقييم فيعتمد على درجة المخاطرة وغالباً ما يكون
معدل الخصم هو ذاته معدل الفائدة الذي يقنع المستثمر بشراء السند أو السهم.

وبناء على ذلك فيمكن حساب قيمة السند من خلال العلاقة :

$$\text{قيمة السند} = \frac{\text{القوائد السنوية المدفوعة}}{\text{معدل الخصم}}$$

يتضح من ذلك أنه كلما كان معدل الخصم مرتفعاً كانت قيمة السند أقل والعكس
فكلما انخفض معدل الخصم زادت قيمة السند. ولتوضيح ذلك نورد المثال الآتي:

مثال :

سند يعود بفائدة سنوية مقدارها ١٠ دينار ومعدل الخصم السائد على السندات هو ٧٪ فكيف تكون قيمة السند ؟

الحل :

$$\text{قيمة السند عند معدل خصم } ٧\% = \frac{١٠}{٠,٧} = ١٤٢,٨٥ \text{ ديناراً}$$

فإذا انخفضت معدلات الخصم إلى ٤٪ فإن قيمة السند = $\frac{١٠}{٠,٠٤} = ٢٠٠$ دينار

أما إذا ارتفعت معدلات الخصم إلى ١٠٪ فإن قيمة السند

$$= \frac{١٠}{٠,١} = ١٠٠ \text{ دينار}$$

تقييم الأسهم الممتازة

من أوجه الشبه بين السندات والأسهم الممتازة أنه يمكن تحديد التدفقات مسبقاً إلا أن الخلاف بينها أن السند يمثل حق دائنيه أما السهم الممتاز فهو يمثل حق ملكية.

وكما نعلم فإن الأسهم الممتازة تعطي حاملها أرباحاً سنوية محددة مسبقاً ولذلك فعند التقييم نستعمل العلاقة التالية :

$$\text{قيمة السهم الممتاز} = \frac{\text{العائد السنوي}}{\text{معدل الخصم}}$$

وكذلك الحال في الأسهم الممتازة فإن قيمتها تعتمد على أسعار الفائدة شأنها في ذلك شأن السندات.

تقييم الأسهم العادية

تعتمد عملية تقييم الأسهم العادية على مفهوم القيمة الحالية ومعدل الخصم بالنظر إلى متوسط الإيرادات حيث يعتمد معدل الخصم على درجة كفاءة الإستثمار

فتجد أنه من الصعب أحيانا التنبؤ بالإيرادات والنفقات المستقبلية لبعض الشركات إن كانت غير مستقرة الأوضاع.

وعليه فهناك عدة طرق لتقييم الأسهم العادية أهمها:

١- القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح.

٢- القيمة الحالية لأرباح الشركة وعوائدها.

٣- مكرر الأرباح.

٤- القيمة الدفترية للسهم.

٥- نظرية المستثمر المتسرع.

إلا أن كل ما سبق من طرق تقييم يعتمد على كفاءة الاستثمار ونوعه ومعدل الخصم وقدرة الشركة على تحقيق الأرباح وتوزيعها على المساهمين وذلك يرجع حسب درجة التصنيف الائتماني للشركة ووضعيتها المالية ودرجة المخاطر وطبيعة الأسواق. من هنا نجد أن معدل الخصم يتوقف على نوعية الاستثمار ودرجة مخاطرته. فكلما زادت المخاطرة ارتفع معدل الخصم. وتؤثر تلك العوامل جميعا على تقييم الأسهم العادية.

أ- متوسط الإيرادات

بحيث نحسب متوسط الإيرادات على مدار عدة سنوات ولكن على أن تكون الإيرادات متقاربة ، وبعد ذلك نحسب الوسط الحسابي لحصة السهم الواحد من الإيرادات السنوية.

مثال :

إليك بيانات ثلاث شركات تحقق الإيرادات التالية:

الإيرادات الشركات	إيرادات سنة ١٩٩٦	إيرادات سنة ١٩٩٧	إيرادات سنة ١٩٩٨
الشركة أ	٩٪	٢٪	٣٪
الشركة ب	٢٥٪	٢٧٪	٢٩٪
الشركة جـ	٥٪	٢٪	٧٥٪

متوسط إيرادات الشركة أ

$$= \frac{٠.٠٩ + ٠.٠٢ + ٠.٠٣}{٣} = \frac{٠.١٤}{٣} = ٠.٠٤٦٦ = ٤.٦٦\%$$

متوسط إيرادات الشركة ب

$$= \frac{٠.٢٥ + ٠.٢٧ + ٠.٢٩}{٣} = \frac{٠.٨١}{٣} = ٠.٢٧ = ٢٧\%$$

متوسط إيرادات الشركة جـ

$$= \frac{٠.٠٥ + ٠.٠٢ + ٠.٧٥}{٣} = \frac{٠.٨٢}{٣} = ٠.٢٧٣ = ٢٧.٣\%$$

نلاحظ أن متوسط إيرادات الشركة جـ هو أعلى المتوسطات ولكننا لا نعرف

اتجاه الإيرادات لذلك نقدم الطريقة الثانية.

ب- اتجاه الإيرادات

مما يؤخذ على طريقة متوسط الإيرادات أنها لا تأخذ بعين الاعتبار اتجاه الإيرادات وهذا أمر مهم لأنه يعني الكثير بالنسبة للمستثمر. فلا يكفي أن يكون المتوسط كبيراً وإنما يجب معرفة اتجاه هذه الإيرادات فقد يكون متناقصاً أو متزايداً ولتوضيح ذلك نورد المثال التالي:

مثال :

إليك بيانات ثلاث شركات تحقق الإيرادات التالية:

الإيرادات	إيرادات سنة ١٩٩٦	إيرادات سنة ١٩٩٧	إيرادات سنة ١٩٩٨
الشركة أ	٢٪	٣٪	٤٪
الشركة ب	٥٪	٥٪	٥٪
الشركة جـ	٨٪	٦٪	٥٪

متوسط إيرادات الشركة أ

$$٢.٣ = ٠.٣ = \frac{٠.٢ + ٠.٣ + ٠.٤}{٣} = \frac{٠.٩}{٣}$$

متوسط إيرادات الشركة ب

$$٥ = ٠.٥ = \frac{٠.٥ + ٠.٥ + ٠.٥}{٣} = \frac{١.٥}{٣}$$

متوسط إيرادات الشركة جـ

$$٦.٣ = ٠.٦٣ = \frac{٠.٨ + ٠.٦ + ٠.٥}{٣} = \frac{١.٩}{٣}$$

نلاحظ مما سبق أن متوسط إيرادات الشركة جـ هو أعلاها وبالتالي حسب الطريقة الأولى طريقة متوسط الإيرادات نختار الشركة جـ ولكن نلاحظ أن متوسط إيرادات الشركة أ يساوي ٣٪ وهو أقل المتوسطات ولكن الإيرادات في تزايد ، بينما الشركة جـ فمتوسط الإيرادات يساوي ٦.٣٪ وكذلك اتجاه الإيرادات في تناقص. وهكذا فرغم أن الشركة أ تحقق متوسط إيرادات ٣٪ إلا أن اتجاه الإيرادات متزايد.

جـ- التنبؤ بالإيرادات

يتضح من العنوان اعتماد هذه الطريقة على التنبؤ بحجم المبيعات والمشريات ومصاريف الدعاية والإعلان وما إلى ذلك إضافة لتوقع الظروف التي قد تسود مستقبلاً سياسياً واقتصادياً كالركود أو الراجح بالاعتماد على الطرق الإحصائية لدراسة ظاهرة معينة.

وستناول تلك الطرق بشيء من التفصيل :

١- القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح

هدف التقييم معرفة إذا كانت الأرباح التي ستتحقق مناسبة للإستثمار في ظل المخاطرة لمعرفة القيمة الحالية لسهم معين حتى تتمكن من معرفة هل نُقدم على الشراء أو نمتنع ونحسب القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح من خلال المعادلة :

$$Q = \frac{14}{(1+F)^1} + \frac{24}{(1+F)^2} + \frac{34}{(1+F)^3} + \dots$$

حيث ترمز Q : إلى القيمة الحالية للسهم .

١٤ ، ٢٤ ، ٣٤ : الأرباح السنوية .

س : سعر السهم في نهاية السنة الأخيرة .

F : سعر الفائدة .

مثال :

يمكننا شراء سهم بمبلغ ٧٥ ديناراً على أن نبيعه بعد ٣ سنوات بمبلغ ١٠٠ دينار علماً أن هذا السهم سيحقق ٣ دنانير أرباحاً سنوية فهل سعر الشراء بمبلغ ٧٥ ديناراً سعر مناسب أم لا ؟ علماً أن سعر الفائدة يبلغ ١٠٪ .

الحل :

نطبق المعادلة :

$$..... \frac{٢٤٣ + ٢٤}{٢(ف+١)} + \frac{٢٤}{٢(ف+١)} + \frac{١٤}{١(ف+١)} = ق$$

$$\frac{١٠٠ + ٣}{٢(٠.١+١)} + \frac{٣}{٢(٠.١+١)} + \frac{٣}{١(٠.١+١)} =$$

$$\frac{١٠٣}{٢(١.١)} + \frac{٣}{٢(١.١)} + \frac{٣}{١(١.١)} =$$

$$= ٢٧٧٢ + ٢٤٧ + ٧٧٣٨ = ٨٢٥٧ \text{ ديناراً}$$

إذن القيمة الحالية لمثل هذا السهم هي ٨٢٥٧ ديناراً وذلك يعني أن الإستثمار بهذا السهم هو استثمار مشجع لأننا اشترينا السهم بمبلغ ٧٥ دينار فقط بينما قيمته الحالية هي ٨٢٥٧ ديناراً.

٢- القيمة الحالية لأرباح الشركة وعوائدها

لحساب القيمة الحالية هناك حالتان سنواجههما بالنسبة للعوائد فقد تكون عوائد ثابتة وبالتالي لها قانونها الخاص وقد تكون معدلات تحقق نمواً وبالتالي لها قانونها، وستتناولهما على النحو الآتي :

أ- عندما تكون العوائد ثابتة

في هذه الحالة نطبق المعادلة : $ق = \frac{ع}{ف}$

حيث ق : القيمة الحالية ، ع : معدل الفائدة ، ف : معدل الخصم .

ب- عندما تحقق العوائد نمواً

في هذه الحالة نطبق المعادلة : $ق = \frac{ع}{ف - ن}$

حيث : ق : القيمة الحالية ، م : العائد السنوي ، ف : معدل الفائدة ، ن : معدل نمو العائد .

٣- مكرر الأرباح

يُعرف مكرر الأرباح أنه السنوات الكافية لاسترجاع تكلفة الاستثمار فكلما كانت السنوات قليلة كان الاستثمار مشجعاً والعكس فكلما طالت مدة استرجاع التكلفة كان الاستثمار غير مشجع لأن في ذلك إستنزافاً للأموال وتعطيلاً لها. هذا ولكل شركة مكرر أرباح خاص بها يبقى ثابتاً لفترة معينة ما لم تطرأ تغيرات عميقة. وعليه فإن :

$$\text{مكرر الأرباح} = \frac{\text{سعر السهم السوقي}}{\text{عائد السهم من الأرباح}}$$

مثال :

يتم تداول سهم إحدى الشركات في السوق بسعر ١٠ دنانير ويحقق ربها مقداره ديناران سنوياً، وحسب التنبؤات في السوق سوف تنمو الأرباح بنسبة ١٥٪ سنوياً، فكم يكون السعر المناسب الذي يمكن شراء السهم من خلاله علماً أن مكرر الأرباح لهذه الشركة حسب استراتيجيتها المرسومة هو ١٠ مرات. الحل :

بما أننا نتوقع تحقيق نمو في الأرباح بنسبة ١٥٪ فإن الأرباح المتوقعة للعام القادم هي :

$$\text{الأرباح المتوقعة في العام القادم} = 2 \times \frac{15}{100} = 0.3 \text{ دينار}$$

$$\text{إذن : } 2 + 0.3 = 2.3 \text{ دينار}$$

وبالتالي مكرر الأرباح = $\frac{\text{سعر السهم السوقي}}{\text{عائد السهم من الأرباح}}$ علماً أن مكرر الأرباح معطى في المثال ويساوي ١٠ مرات .

$$10 = \frac{\text{سعر السهم السوقي}}{2.3}$$

ومنه فإن : سعر السهم السوقي = $2.3 \times 10 = 23$

إذن سعر السهم السوقى = ٢٣ ديناراً

من هنا نستنتج أن سعر بيع السهم بعشرة دنانير سعر مشجع كون سعره العادل ٢٣ ديناراً أما لو كان سعره يزيد عن ٢٣ ديناراً فيعتبر سعراً مرتفعاً لا يشجع على الإستثمار فيه والحقيقة أن استعمال هذه الطريقة غير منتشر كثيراً ولكن خلاصة القول:

• إذا كان سعر بيع السهم أقل من السعر العادل فهو إستثمار مشجع.

• أما إذا كان سعر بيع السهم أكبر من السعر العادل فهو إستثمار غير

مشجع.

مقال توضيحي آخر :

نفترض أن قطعة أرض مساحتها دونم واحد يمتلكها شخص، وقيمتها العادلة نصف مليون دينار، إلا أن مالكها لظروف قاهرة اضطر لبيعها بمبلغ أربعمائة وخمسين ألف دينار فهنا يكون سعر البيع مشجعاً للمشترى لأن سعر البيع أقل من السعر العادل بخمسين ألف دينار ولكنه ليس في صالح البائع الذي اضطر للبيع.

أما الحالة المعاكسة فلو باع مالك قطعة الأرض الدونم بمبلغ خمسمائة وخمسين ألف دينار فإن ذلك استثمار غير مشجع للمشترى كونه سيدفع خمسين ألف دينار زيادة على القيمة الحقيقية العادلة وهنا يكون سعر البيع أكبر من السعر العادل فهو إستثمار غير مشجع بالنسبة للمشترى.

٤- القيمة الدفترية للسهم

سبق وأن قلنا أنها سميت بالقيمة الدفترية كونها تستخرج من دفاتر الشركة إلا أن القيمة الدفترية لا تمثل القيمة التصفية للشركة أو القيم الفعلية ولذلك فكثير من الأصول غير الملموسة كالإدارة الجيدة والخبرة وبعض العقود الطويلة الأجل لا تظهر قيمتها في ميزانية الشركة.

ومن خلال معطيات السؤال يمكن حساب القيمة الدفترية بإحدى المعادلات
الثلث التالية :

$$\frac{\text{حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}} = \text{القيمة الدفترية}$$

$$\frac{\text{موجبات الشركة} - \text{الإلتزامات للغير}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}} = \text{وكذلك القيمة الدفترية}$$

$$\frac{\text{رأس المال} + \text{الإحتياطيات} + \text{الأرباح المحجوزة}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}} = \text{وكذلك القيمة الدفترية}$$

يبقى أن نؤكد أن القيمة الدفترية قد تكون أكبر أو أقل من القيمة السوقية وذلك راجع لمعدلات التضخم وسياسة التسعير وأنماط الاستهلاك . كما يلزم لحساب القيمة الدفترية تحليل الميزانية والأخذ بالعديد من المؤشرات ليكون القرار الإستثماري قراراً صحيحاً يركز على معلومات دقيقة.

٥- نظرية المستثمر المتسرع

لا يعتمد المستثمر حسب هذه النظرية أي أسس علمية في اتخاذ القرار الإستثماري وإنما يجازف بشراء الأسهم رغم أن أسعارها مرتفعة عليه يجد من يشتريها منه سعر أعلى وهذا يعني عدم معرفته الوقت الصحيح لدخول السوق ليشتري أو الخروج منه فيبيع .

وهكذا نلاحظ اندفاع الشخص لشراء الأسهم دون الإعتماد على القيمة الحقيقية العادلة وإنما اعتقاد المستثمر أنه سيجد من هو أكثر تسرعاً منه فيشتري الأسهم بسعر أعلى .

ويرجع سبب إندفاع بعض الناس للدعايات المضللة والتصريحات المبهمة. من هنا كان لا بد من اعتماد المستثمر في إتخاذ قراره الإستثماري على اسس علمية وحقائق ثابتة بعيدا عن المقامرة والمغامرة والدعايات المضللة.

الفصل التاسع

التعامل بأدوات الإستثمار في السوق النقدية

إنطلاقاً من مفهوم السيولة والربحية والضمان تحتفظ البنوك بسيولة معينة لديها بالعملات المحلية والأجنبية وذلك لمواجهة ما يطرأ من التزامات. إلا أن حسابات الإستثمار تختلف باختلاف المدة المسموح بها للتعامل بالسحب وشروط التعاقد في كل حساب مع الأخذ بعين الاعتبار معدلات الفائدة. ناهيك عن التعامل بشهادات الإيداع والقبولات المصرفية، وكيف أن تطور الحياة الاقتصادية وضخامة التعاملات المالية عملاً على التحوط من تقلبات الأسعار، فنجد في السوق نوعين من المتعاملين هم المستثمرون المباشرون والوسطاء بالعمولة.

إن فكرة التعامل بالعقود المستقبلية تقوم على أساس الحماية من الخسائر وتعظيم الأرباح وفقاً للشروط المتفق عليها والمبالغ المتعامل بها حسب طبيعة السوق.

وتحقيقاً للفائدة اتخذنا الموضوعات التالية مدار بحث هذا الفصل:

- * حسابات الاستثمار .
- * شهادات الإيداع.
- * القبولات المصرفية.
- * اتفاقيات إعادة الشراء.
- * التعامل بحقوق الاختيار.
- * التعامل بالعقود المستقبلية .
- * كيفية حساب القيمة الأساسية.

حسابات الإستثمار

تختلف حسابات الإستثمار باختلاف المدة المسموح بها للتعجيل بالسحب وشروط التعاقد في كل حساب وكذلك معدلات الفائدة ، وتنوع حسابات الإستثمار بين ثلاثة حسابات اساسية نوردتها في الآتي:

٩- الحسابات الجارية

تحتفظ البنوك عادة بسيولة معينة لديها من العملات المحلية والأجنبية وذلك لمواجهة ما يطرأ من التزامات وهذا انطلاقاً من مفهوم السيولة والربحية والضمان إلا أن الفائدة على هذه الحسابات غالباً ما تكون ضئيلة نظير استعمال المستثمر حقه في السحب. وإن كان ذلك يعتمد أساساً على القوة التفاوضية للبنوك والشركات المالية ومركزها المالي وسمعة البنك وإدارته.

ويميز ثلاثة أشكال لهذه الحسابات أولها دفع فائدة عن الرصيد إذا زاد عن رصيد الحساب الجاري عن مبلغ معين من العملات . وثانيها الاحتفاظ بحساب جارٍ من عملة معينة وتدفع الفائدة لما يزيد عن المبلغ الأصلي، ومعنى ذلك في الشكل الأول يكون الدفع على الرصيد كاملاً ، أما في الشكل الثاني فيكون الدفع على المبلغ الزائد عن الحد المتفق عليه. وأما الشكل الثالث فيكون بالاحتفاظ بحساب جارٍ من عملة معينة وتدفع الفائدة إذا زاد الرصيد عن المبلغ المتفق عليه ولكن الفائدة هنا لا تدفع على كامل الزيادة وإنما فقط على مضاعفات الحد المتفق عليه. مثلاً لدينا حساب جارٍ بقيمة ٥٠٠٠٠ دولار وتستحق الفائدة على كل ٥٠٠٠ دولار تزيد عن المبلغ الأصلي فإذا أصبح الرصيد الجديد ٥٥٠٠٠ دولار ندفع فقط عن ٥٠٠٠ دولار ، ولنفترض أن الرصيد أصبح مثلاً ٦٢٠٠٠ دولار فهنا لا ندفع سوى عن ١٠٠٠٠ دولار أما ٢٠٠٠ فلا يتم الدفع عنها لأنها ليست من مضاعفات ٥٠٠٠ وهكذا.

ومع ذلك فكثيرون لا يفضلون الحسابات الجارية لأنها لا توفر السيولة الملائمة للمستثمرين من هنا جاء تفضيل الكثير لاستعمال الودائع وبالذات الودائع تحت الطلب .

٢- الودائع تحت الطلب

بما أن الفائدة المدفوعة على الحسابات الجارية ضئيلة فإن البنوك تعطى للمستثمرين فرصة إيداع أموالهم بشكل ودائع تحت الطلب مقابل فوائد أكبر وللودائع تحت الطلب أشكال عديدة نذكر منها :

أ- ودائع تحت الطلب مقابل حسابات جارية بنفس العملة

حيث يفتح البنك المحلي حسابا جاريا لدى بنك أجنبي بمبلغ معين لا يخضع للفائدة وما زاد عن المبلغ الأصلي يحول لحساب ودعة تخضع للفائدة وغالبا ما تكون الزيادة عبارة عن مضاعفات مبلغ يتفق عليه. ثم يقوم البنك الأجنبي نهاية كل يوم بتحويل المبلغ الزائد عن الرصيد في الحساب الجاري إلى حساب تحت الطلب وفي اليوم التالي يقوم بتحويل المبالغ من تحت الطلب إلى الجاري لتمويل الحساب الجاري للشخص. علما أن سعر الفائدة يعتمد على الاتفاق المبرم بين البنكين. وهنا يأتي دور البنك المحلي للتأكد من سير عمليات التحويل بين الحسابين ومدى مطابقة أسعار الفائدة مع الاتفاق.

ب- ودائع تحت الطلب مقابل حسابات جارية بعملة مختلفة

هناك تشابه بين هذا النوع والنوع الأول ، إلا أن البنك المحلي قد يفتح حسابين لدى البنك الأجنبي أحدهما جارٍ بعملة معينة والآخر تحت الطلب بعملة مختلفة ثم يمول الحسابين بناء على اتفاق البنكين. ومقابل هذه العمليات سيتقاضى البنك المدين عمولة تحدد حسب الاتفاق.

٣- الودائع لأجل

إن الاستثمار بالأموال عن طريق الودائع لأجل يتيح للمستثمر فرصة تحقيق أرباحاً أكبر مما يحققه الحسابات الجارية وتحت الطلب.

والوديعة لأجل: هي إيداع مبلغ من المال لدى أحد البنوك أو المؤسسات المالية بسعر فائدة ، على أن يرجع البنك الوديعة مضافاً إليها الفوائد المتحققة للجهة المودعة عند تاريخ الاستحقاق. ولذلك فمن حق البنك أن يستعمل هذه المبالغ المودعة في إستثمارات قصيرة ومتوسطة الأجل.

إن عملية ربط المبالغ في ودائع لأجل تحددها عوامل عديدة نذكر منها:

- المفاضلة بين عروض عدة بنوك لاختيار الأفضل. كأن نطلب عرضاً من بنك في إنجلترا وعرضاً من بنك في سويسرا وعرضاً من بنك في فرنسا ثم نختار الأفضل.
- التعامل مع البنوك ذات المركز المالي الممتاز والسمعة الطيبة للحد من المخاطر.
- الأخذ بعين الاعتبار مدة احتساب الفائدة فبعض الجهات يعتبر السنة ٣٦٥ يوماً كفائدة الين الياباني داخل اليابان و ٣٦٠ يوماً فائدة الين الياباني خارج اليابان وهكذا.

- الأخذ بعين الاعتبار التلصفقات النقدية للبنك بالنظر لتاريخ استحقاق الوديعة حتى لا يحدت عصر مالي.

- الربط بين أسعار الفائدة وأجل الوديعة فكلما توقعنا ارتفاع أسعار الفائدة قلت آجال الودائع والعكس صحيح.

- لا يجوز فك ربط الوديعة لأجل قبل تاريخ الاستحقاق . وإذا فسخ أحد الطرفين العقد توجب عليه دفع غرامة للطرف الآخر هي الفارق بين معدل الفائدة المتفق عليه ومعدل الفائدة السائد في السوق.

مثال :

ودیعة لأجل مربوطة بسعر ٨.٥٪ لمدة ٤ أشهر من ٨/١ - ١٢/١ ولكن بعد شهرين تم فك الوديعة فكان سعر الفائدة السائد في السوق عن المدة المتبقية للوديعة ٨.٥٪ فهنا لا تستحق دفع غرامة لأن السعر المتفق عليه هو نفسه السائد. أما لو كان سعر الفائدة السائد في السوق يساوي ٩٪ ومبلغ الوديعة مليون دينار ومقدار الهامش ٢٠.٥٪ فكم تكون الغرامة المدفوعة؟

الحل :

نحسب الغرامة بناء على العلاقة :

$$\frac{\text{المدة المتبقية}}{\text{المدة}} \times \frac{\text{فارق معدل الفائدة} + \text{الهامش}}{100} = \text{الغرامة المدفوعة} = \text{المبلغ}$$

$$\frac{\text{المدة}}{\text{المدة}} \times \text{سعر الفائدة} = \text{الفائدة المقبوضة على الوديعة} = \text{المبلغ}$$

$$\frac{8.5}{100} \times \frac{122}{360} \times 1000000 = \text{الفائدة المقبوضة}$$

$$= 28798 \times 0.085 = 2452.73$$

قيمة الفائدة المقبوضة على الوديعة = ٢٨٧٩٨ دينار

$$\frac{\text{المدة المتبقية}}{\text{المدة}} \times \frac{\text{فارق معدل الفائدة} + \text{الهامش}}{100} = \text{الغرامة المدفوعة} = \text{المبلغ}$$

$$\frac{61}{360} \times \frac{0.20 + (8.5 - 9)}{100} =$$

قيمة الغرامة المدفوعة = ١١٨٦.٠٨ دينار

شهادات الإيداع

شهادات الإيداع هي شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية كإثبات بإيداع مبلغ من المال لديها لفترة زمنية محددة تستحق في تاريخ معين مقابل سعر فائدة

لصالح المستثمر وبناء على ذلك يتوجب على البنك مصدر الشهادة دفع المبلغ كاملاً للمستثمر مضافاً إليه الفوائد . ويسجل على ظهر الشهادة شروطها وكيفية حساب الفائدة ودفعها.

إن أول ظهور لشهادات الإيداع القابلة للتداول كان في نيويورك عام ١٩٦١ ثم في لندن عام ١٩٦٦ وهكذا تطورت وازداد انتشارها نظراً لإمكانية تسيلها وتحويلها وقت الحاجة قبل الاستحقاق وذلك ببيعها لمستثمر ثانٍ في السوق المالي. وإن كانت في الواقع شهادات الإيداع أكثر الأدوات رواجاً في السوق النقدي ولها مميزاتها الخاصة بها.

مميزات وخصائص شهادات الإيداع

إن لشهادات الإيداع باعتبارها وسيلة استثمارية مميزات وخصائص عديدة

منها :

أ- المرونة :

حيث يمكن الاتفاق على سعر فائدة معين وفقاً لأسعار الفائدة عالمياً ويمكن الاتفاق على تاريخ الاستحقاق كذلك حسب التوقعات النقدية بما أنها تحمل سعر فائدة معيناً وتاريخ استحقاق محدد. وبالتالي يمكن إصدار لشهادات تستحق بتاريخ يوافق الطرفين.

ب- السيولة :

حيث يمكن تسيل الشهادة إلى سيولة حسب طبيعة البنك ومعمته وسعر الفائدة ، وكما هو معلوم تزداد السيولة كلما كانت الشهادات ذات آجال قصيرة ومتوسطة على حين تقل السيولة كلما كانت الشهادات ذات آجال طويلة. وبما أن الشهادات ذات قابلية للتداول فيمكن بيعها قبل تاريخ استحقاقها في السوق الثانوي حسب سعر الفائدة السائد.

جـ- الضمان :

حيث يجب على المستثمر أن يتأكد من قبول الشهادة لدى المستثمرين الآخرين والبنوك العالمية ، لأن شهادة الإيداع التزام من البنك المصدر لها بدفع القيمة الاسمية ومجموع الفوائد المستحقة فيجب ضمان قبولها من الآخرين.

د- تعدد الآجال :

حيث يمكن إصدار شهادات الإيداع لآجال متعددة قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل.

هـ- السرية :

إحدى خصائص شهادات الإيداع سريتها التامة حيث أن المشتري لا يعرف إلا البائع الأخير لها وبالتالي ليس له أن يعرف عدد مرات تداولها من قبل أو أسعار بيعها سابقا أو تاريخ عملية التداول.

و- التسليم :

أي أن الشهادة تسلم فور دفع القيمة كاملة. أو أن يحتفظها البنك لديه برسم الأمانة حتى يتم دفع المبلغ كاملا وبدون عمولات.

ز- تنوع الإصدار :

فقد تصدر بشكل دوري يعلن عنه مسبقا وقد تصدر حسب طلب المستثمر.

أنواع شهادات الإيداع

. أشرنا آنفا عند الحديث عن تنوع الإصدار أن شهادات الإيداع قد تصدر حسب طلب المستثمر أو بشكل دوري يعلن عنه مسبقا. وهكذا فهناك نوعان من شهادات الإيداع هما :

١- الإصدار المعلن : حيث تعلن الجهة المصدرة عن إصدار الشهادة وتدعو الجمهور للإكتتاب بها قبل موعد الإصدار . ثم تصدر باسم المكتب بها وقد يتم تداولها ولكن من خلال التظهير . على أن تحتفظ الجهة المصدرة بسجلات توضح تفاصيل إصدار الشهادات وعمليات تظهيرها وبالتالي انتقال ملكيتها لآخرين.

٢- الإصدار حسب طلب العميل : وذلك بناء على الاتفاق بين البنك والمستثمر على قيمة الشهادة وسعر الفائدة وتاريخ استحقاقها فتكون الشهادات الصادرة باسم صاحبها أو لحاملها . وقد تكون بأجال مختلفة وسعر فائدة محدد أو عائم إلا أنه غالباً ما تدفع الفوائد كل ربع سنة أو نصف سنة.

طرق احتسابها

تختلف طريقة الإحتساب باختلاف سعر الفائدة إن كان ثابتاً أو عائماً وكذلك حسب الآجال ، وفيما يلي بيان عدد من الحالات :

١- سعر الفائدة ثابت والأجل قصير

عندما يكون سعر الفائدة ثابتاً والآجال قصيرة يسمح للمستثمر أن يستفيد من

$$\text{فروقات أسعار الفائدة ونحسب صافي الحصلة كما يلي:}$$

$$\text{صافي الحصلة} = \frac{\text{المبلغ الأصلي} \times (365 \times 100) + (ف \times م)}{(365 \times 100) + (ع \times ي)}$$

حيث ف : سعر الفائدة في شهادة الإيداع

ع : سعر الفائدة المعروض على المدة المتبقية من تاريخ بيع الشهادة وحتى تاريخ الإستحقاق .

م : مدة شهادة الإيداع من تاريخ الإصدار وحتى تاريخ الإستحقاق .

ي : المدة المتبقية حتى تاريخ الإستحقاق .

مقال :

شهادة إيداع قيمتها مليون دينار يريد مستثمر استثمارها لمدة ثلاثة أشهر
بسر فائدة ٤٪ علما أن سعر الفائدة المعروض هو ٣٫٥٪ فكم تكون حصة الشهادة
إذا أراد المستثمر بيعها بعد شهرين؟
الحل :

$$\begin{aligned} & \text{على افراض أن الشهر ثلاثون يوماً .} \\ & \text{صافي الحصة} = \frac{\text{المبلغ الأصلي} \times \frac{(365 \times 100) + (F \times M)}{(365 \times 100) + (E \times Y)}}{(365 \times 100) + (E \times Y)} \times 1000000 \\ & = \frac{360 + 3600}{100 + 3600} \times 1000000 = \\ & = \frac{36860}{3660} \times 1000000 = \end{aligned}$$

صافي الحصة = ١٠٠٦٩٦٦٦٢٦١ دينار

٢- سعر الفائدة ثابت والأجل متوسط أو طويل

في حالة سعر الفائدة ثابت والأجل متوسط أو طويل فإن سعر الفائدة يتحدد
على شهادات الإيداع حسب الظروف النقدية السائدة ساعة البيع أو الشراء.
ولتوضيح كيفية احتساب صافي الحصة نورد المثال التالي:
مقال :

بتاريخ ١٩٩٠/١٠/٣٠ صدرت شهادة إيداع قيمتها مليون دينار وسر فائدة
مقداره ٨٫٥٪ وتستحق الوفاء بتاريخ ١٩٩٥/١٠/٣٠ ، إلا أنه وبتاريخ
١٩٩١/١٠/١٥ بيعت شهادة الإيداع بسر خصم مقداره ١٠٪.

الحل :

الفائدة السنوية في ٣٠/١٠/ من كل سنة علما أن القيمة الاسمية للشهادة

مليون دينار .

$$= \frac{360}{360} \times \frac{80}{100} \times 1.000.000 = 800.000 \text{ دينار}$$

ثم نخصم المبلغ بسعر خصم مقداره : ١٠٪ كما يلي :

$$986040 = \frac{1.08618000}{1.01} = \frac{1.08618000}{1.01 + 1} = \frac{1.08618000}{\left(\frac{360}{360} \times \frac{10}{100}\right) + 1}$$

ثم نضيف الفائدة السنوية المستحقة في ٣٠/١٠/٩٤ أي :

$$107272000 = 800000 + 986040$$

ثم نخصم المبلغ بسعر خصم مقداره ١٠٪ كما يلي :

$$97431470 = \frac{1.07272000}{1.01} = \frac{1.07272000}{1.01 + 1} = \frac{1.07272000}{\left(\frac{360}{360} \times \frac{10}{100}\right) + 1}$$

وهكذا نواصل لباقي السنوات حتى نصل صافي الحصيلة.

٣- سعر الفائدة عائم

يمكن حساب الحصيلة على شهادات الإيداع في حالة سعر الفائدة عائم من

بحلال القانون التالي :

صافي الحصيلة = القيمة الاسمية × القيمة السوقية + (الفائدة المراكمة من تاريخ آخر

فائدة حتى تنفيذ عملية البيع)

مثال :

تم إصدار شهادة الإيداع بتاريخ ٢٥/٧/١٩٩٥ وتستحق بتاريخ

٢٥/٧/١٩٩٨ بسعر فائدة مقداره ١٢٪، وقد تم بيع الشهادة البالغة قيمتها

١٠٠٠٠٠٠٠ دينار بتاريخ ١٩٩٥/٩/٢٥ بسعر سوقي مقداره فقط ٩٩٪ فكم تكون حصيلتها .

الحل :

صافي الحصيلة =

$$= ٧٢٠٠٠٠٠٠٠ \times ٩٩.٠٠٠\% = ٣٦٠٠٠$$

$$= ٢٠٠٠٠ + ٩٩٠٠٠٠ =$$

صافي الحصيلة = ١٠١٠٠٠٠ دينار

القبولات المصرفية

ميزاتها

تعتبر القبولات المصرفية أحد أشكال الإقراض حيث يصادق البنك على سحب معين فيصبح للسحب سمعة وقوة تمنحانه قابلية التداول ، فإذا احتاجت مؤسسة ما للمال تسحب على أحد البنوك سحباً وكأن البنك أصبح كفيلاً للمؤسسة .

لقد ظهرت القبولات المصرفية نتيجة التطور في النشاط الإقتصادي عامة والتجاري خاصة، حيث يستعمل هذا النوع في تسديد ثمن البضائع التي تتم بواسطة الشراء على أساس الدفع المؤجل كالإعتمادات المستندية حيث يسحب المصدر سنداً فيقدمه للبنك المستورد فيصادق عليه وبالتالي يصبح أمام المصدر احتمالان : إما خصم السحب والحصول على القيمة أو الاحتفاظ بالسحب لموعد الإستحقاق وبالتالي استلام القيمة كاملة.

من هنا نستنتج أهم مميزات القبولات المصرفية تسهيل النشاطات التجارية وتشجيع عملية الإستيراد والتصدير كما أن البنك المركزي يسمح بخصم القبولات المصرفية إذا استوفت الشروط الأساسية.

تسعيرها

ذكرنا أنفاً أن البنك المركزي يسمح بخصم القبولات إذا استوفت الشروط الأساسية وهذا يفضي إلى أن القبولات المصرفية لها سعر فائدة خصم محددة تخصم مسبقاً ثم نقارن هذا السعر مع سعر الفائدة السنوي على الأدوات الاستثمارية الأخرى فنفاضل بينهما.

وتتم العملية من خلال المعادلة :

$$100 \times \frac{\text{سعر الخصم على القبول المصرفي}}{\left(\frac{\text{سعر الفائدة على خصم القبول} \times \text{المدة}}{360} \right) - 100}$$

مثال :

سعر الخصم على قبول مصرفي هو ٧٪ لمدة ثلاثة أشهر ، وسعر الفائدة على إحدى الأدوات التمويلية الأخرى هو ٧٫٥٪ حسب أسعار السوق ؟
الحل :

يتم تحديد سعر خصم القبول المصرفي بالمقارنة إلى سعر السوق السائد من خلال تطبيق المعادلة السابقة الذكر أي :

$$100 \times \frac{\text{سعر الخصم على القبول المصرفي}}{\left(\frac{\text{سعر الفائدة على خصم القبول} \times \text{المدة}}{360} \right) - 100}$$

$$100 \times \frac{7}{\frac{720}{360} - 100} = 100 \times \frac{7}{\left(\frac{100 \times 8}{360} \right) - 100}$$

$$100 \times \frac{7}{98} = 100 \times \frac{7}{2 - 100}$$

$$= 7.14 \%$$

نلاحظ أن سعر الفائدة على القبول المصرفي أقل من سعر الفائدة على أدوات التمويل الأخرى .

الشروط المطلوبة في القبولات المصرفية

- ١- عدم مبالغة البنوك في استعمال القبولات المصرفية.
- ٢- أن تنتج عن عمليات تجارية كالاستيراد والتصدير.
- ٣- أن لا تزيد مدة التمويل على ستة اشهر .
- ٤- أن لا يتم أكثر من تمويل لنفس البضاعة.
- ٥- أن يكون إصدارها بمبالغ يسهل تداولها في السوق.
- ٦- توثيق عمليات القبولات في كل من بنك المصدر والمستورد.

اتفاقيات إعادة الشراء

يُراد باتفاقيات إعادة الشراء شراء الأوراق المالية من بائع يتعهد بإعادة شراء الأوراق المالية بعد فترة زمنية غالبا ما تكون ليلة ولكن ذلك لا يمنع أن تكون لمدة أطول، أو أن تستمر عملية البيع والشراء حتى يلجأ أحد الطرفين إلى إلغائها. وغالبا ما تبادر المؤسسات التي لديها فائض مالي إلى شراء سندات الخزينة على أن يُعيد البنك لها أموالها بعد ليلة أو أكثر حسب الاتفاق، أي أنها عملية إقراض للفائض المالي . أما عمليات الشراء المعكوسة فهي عملية شراء الأوراق من طرف المشتري وحيازتها لحين الإستحقاق فيبيعها أو يقبض منها. وهذا النوع من الاتفاقيات يتم لتمويل العمليات للإستفادة من فارق السعر إذا توقع الطرف المعني ارتفاع الأسعار. وعلى العموم تحمل هذه الاتفاقيات سعر فائدة يدفعه المقرض للمقرض.

وعليه فأشكال هذه الاتفاقيات هي :

اتفاقية إعادة شراء مستمرة.

اتفاقية إعادة شراء لفترة طويلة.

إتفاقية إعادة شراء الليلة واحدة فقط.

التعامل بحقوق الخيار

لقد تطورت عمليات الاستثمار منذ مطلع السبعينات حيث أصبح التعامل بحقوق الخيار معروفا . وأول تعامل به كان عام ١٩٧١ في السوق الأمريكية . فحقوق الخيار هي عمليات آجلة يمنح فيها المشتري حق الخيار في إلغاء العملية أو إتمامها مقابل دفعة للبائع يتفق عليها .

وحقوق الخيار نوعان: إما حقوق الشراء أو حقوق البيع .

أولا : حقوق الشراء

ولحقوق الشراء نوعان هما :

أ - شراء حق ممارسة الشراء : حيث يملك المشتري الحق في شراء الكمية المتفق عليها بالسعر الذي تم تحدد خلال الفترة الزمنية أو بتاريخ استحقاق عقد الخيار. إلا أن الشراء لا يكون ملزما.

ب- شراء حق ممارسة البيع : في هذه الحالة يملك المشتري حق بيع الكمية المتفق عليها بالسعر الذي تم تحدد خلال الفترة الزمنية أو بتاريخ الاستحقاق .

ثانيا : حقوق البيع :

تشكل عملية بيع حقوق الخيار خطورة أكبر من شرائها ، فكما رأينا سابقا في حالة مشتري الحقوق فهو يمارس حقه بالخيار المناسب ، إلا أن مخاطرة البائع تكون أكبر. وخيار البيع نوعان هما :

أ- بيع شراء ممارسة الشراء : حيث يُتم البائع تعهده لبيع العقد المتفق عليه بالسعر الذي تم تحدد إذا تم طلبه من قبل المشتري خلال فترة زمنية محددة ، أو عند استحقاق عقد الخيار بموجب العقد.

ب- بيع حق رسم البيع : وهو أن يُتم البائع وعده لشراء العقد المتفق عليه بالسعر الذي تمّ قبول ذلك من الطرف الآخر خلال فترة زمنية محددة بموجب العقد.

التعامل بالعقود المستقبلية

بتطور الحياة الاقتصادية وضخامة التعاملات المالية أصبحت الضرورة ملحة للتحوط من تقلبات الأسعار، ومضمون العقود المستقبلية التحوط من تذبذب أسعار الفائدة ، وقد بدأت الفكرة من السوق الأمريكية عام ١٩٧٥ حيث يوجد سوق مركزي ضخم لعقد هذه التعاملات يمتاز بأن ما يتم تسليمه فوراً من حجم التعاملات يعتبر جزءاً بسيطاً من إجمالي التعاملات. بمعنى أن على المتعامل في هذا السوق فهم الأسس والظروف المحلية والعالمية لأن أغلب التعاملات تكون مستقبلية . ولذلك كان من الضروري التنبؤ والتوقع والأخذ بالمؤشرات والمتغيرات كسعر الفائدة المتعلقة بالسيولة والإلتزامات المالية.

ونجد في هذا السوق نوعين من المتعاملين هما :

أ- المستثمرون المباشرون ب - الوسطاء بالعمولة.

إذن فالعقود المستقبلية : هي عقود مبنية على أدوات مالية مرتبطة أسعارها بسعر الفائدة على مدار الزمن. وبالتالي تكون التزاماً أكيداً بشراء أو بيع الأداة المالية خلال فترة زمنية محددة ضمن إطار سوق مركزي منظم يتم من خلاله تسليم نسبة بسيطة من الحجم الإجمالي للتعاملات بصورة فعلية. وأهم أدوات هذا السوق سندات الحكومة الأمريكية والسندات قصيرة ومتوسطة الأجل التي تعتبر أساس التعامل في سوق شيكاغو. ويتم تسعير العقود المستقبلية للسندات الأمريكية كنسبة مئوية من القيمة الاسمية بالإضافة إلى (٣٢) جزءاً من النقطة حيث تبلغ النقطة ألف دولار، وبالتالي يكون الحد الأدنى لتذبذب السعر هو $\left(\frac{1}{32}\right)$ من النقطة .

وهكذا فإن فكرة العقود المستقبلية تقوم على أساس الحماية من الخسائر وتعظيم الأرباح وفقا للشروط المتفق عليها والمبالغ المتعامل بها حسب طبيعة السوق.

كيفية حساب القيمة الأساسية

غالبا ما تختلف القيمة الأساسية للسند بحسب حجم العقد وسعر تسويته وسعر التحويل . فنحسب القيمة الأساسية من خلال المعادلة :

$$\text{القيمة الأساسية} = \text{حجم العقد} \times \text{سعر تسوية العقد} \times \text{سعر التحويل}$$

مثال :

سند قيمته الإسمية مليون دولار وسعر الفائدة عليه ١٢٪ وبسعر تسوية ٧٠٪ وسعر تحويل ١٦٠٪ ، فكم تكون القيمة الأساسية للسند ؟

الحل :

نطبق المعادلة :

$$\text{القيمة الأساسية} = \text{حجم العقد} \times \text{سعر تسوية العقد} \times \text{سعر التحويل}$$

$$= 1.000.000 \times \frac{70}{100} \times \frac{160}{100} = 112.000 \text{ دولار}$$

إذن سعر السند = القيمة الأساسية + الفوائد المستحقة

$$= (120.000) + \left[1.000.000 \times \frac{12}{100} \right]$$

$$\text{سعر السند} = 1.312.000 \text{ دولار}$$

الفصل العاشر

أساليب المقاضلة بين أوجه الإستثمار

من المعروف أن قوى العرض والطلب هي المحرك الرئيسي للسوق، وذلك تبعاً للجودة والكفاءة والأسعار وطبيعة السوق والقوانين والأدوات الاستثمارية، وغالباً ما تتجه حركة الأسعار باتجاه معطيات السوق سلها وإيجابها .

وقد يطرح في السوق عدد من الاستثمارات ولكل استثمار مميزاته، كما أن له عائداً يختلف عن غيره، ولكنه بالمقابل يحمل درجة مخاطرة تقل أو تزيد عن الاستثمارات الأخرى. وأن تفاضل بين المشاريع الاستثمارية لتحتار أفضلها أمر ليس بالسهل في ظل عدم التأكد من النتائج واللجوء إلى التنبؤ والاحتمالات. ولذلك كان لا بد من التعامل مع بعض المعايير لاختيار البديل الاستثماري الأفضل وتصنيف البدائل الاستثمارية.

ونتوقع من القارئ أن يخرج من دراسة هذا الفصل بالمعلومات التالية:

* مفهوم الموازنة الرأسمالية وخطوات إعدادها .

* طرق قياس تحرك السوق .

* مؤشرات الأسعار وطرق حسابها.

* طرق تصنيف البدائل الاستثمارية .

* استراتيجية اختيار البديل الاستثماري الأفضل.

أساليب المفاضلة بين أوجه الإستثمار

من المألوف أن يطرح في السوق عدد من الإستثمارات ولكل إستثمار ميزاته، كما أن له عائدا يختلف عن غيره ولكنه بالمقابل يحمل درجة مخاطرة تزيد أو تقل عن الإستثمارات الأخرى. ولذلك كان اتخاذ قرار الإستثمار أهم القرارات التي يتخذها القائم على المشروع لا سيما إذا تحدثنا عن أصول تستخدم لفترات عديدة وطويلة وتتطلب أموالاً ضخمة.

والموازنة يلزمها المفاضلة بين الإستثمارات واختيار البديل الأفضل وذلك بالتخطيط والتنبؤ رغم ما يواجهه المستثمر من حالة عدم التأكد وبالتالي احتمالات زيادة درجة المخاطرة مستقبلا وإنخفاض العائد على الإستثمار وتقلب أسعار الفائدة وبعض التطورات التكنولوجية والتغيرات في البيئة الداخلية والخارجية على حد سواء وأثر السياسات الحكومية كذلك.

مفهوم الموازنة الرأسمالية

الموازنة الرأسمالية تعني التخطيط طويل الأجل لتوظيف الأموال المتاحة بمشاريع متنوعة تعود بالربح الوفير من خلال الحفاظ على رأس المال واستمرار الدخل.

ومن خلال الدراسة والتحليل للبيانات نستطيع المفاضلة بين البدائل لاتخاذ القرار الإستثماري بل واتخاذ كافة القرارات الإستراتيجية ذات الأهمية كونها تتعلق بالمستقبل وما يخفيه من أحداث مفاجئة .

وهنا يجب أن نميز بين الإنفاق الرأسمالي والإنفاق التشغيلي فالأول يعني توظيف الأموال في أصول تستخدمها المؤسسة لأجال طويلة، ناهيك عن كون المبلغ في الإنفاق الرأسمالي يكون أكبر منه في الإنفاق التشغيلي إضافة للأخذ بعين الاعتبار تغير قيمة النقود. وهناك ثلاثة أنواع لقرارات الإنفاق الرأسمالي هي:

أ- قرارات تهتم بزيادة التدفقات من خلال امتلاك أصول جديدة تعمل على زيادة الطاقة الإنتاجية .

ب- قرارات تهتم بالمحافظ على نفس المستوى وذلك باستبدال الأصول المستهلكة.

ج- قرارات تهتم بتعظيم الأرباح وتقليص النفقات من خلال استبدال الآلات القديمة بآلات حديثة متطورة .

وتجدر الإشارة هنا إلى أهمية التدفقات النقدية في اتخاذ القرارات المتعلقة بالموازنة الرأسمالية ولذلك نجد التركيز على التدفق النقدي أكثر من التدفق المحاسبي لأن على المدير دائما أن يحافظ على أرباح صافية. فإخفاض أرباح الشركة سيعمل على إخفاض قيمة السهم في السوق .

خطوات إعداد الموازنة الرأسمالية

- ١- الدراسة والبحث عن البدائل والأدوات الاستثمارية المتاحة في السوق.
- ٢- جمع البيانات والمعلومات المتعلقة بكافة النواحي الإنتاجية والتسويقية والفنية.
- ٣- محاولة التنبؤ بالأحداث والعوائد والمخاطر المحتملة الوقوع.
- ٤- تقييم البيانات باستخدام الإحصاء والتحليل والأساليب العلمية لاتخاذ القرار.
- ٥- إعادة التقييم لإجراء التعديلات إن وجدت ثم اتخاذ القرار النهائي.
- ٦- المتابعة والمراقبة المستمرة لتصحيح الإختلالات وتجنب الوقوع في الأخطاء مرة أخرى .

طرق قياس تحرك السوق

من المعروف أن قوى العرض والطلب هي المحرك الرئيسي للسوق وذلك تبعا للحدود والكفاءة والأسعار وطبيعة السوق والقوانين والأدوات الاستثمارية المتاحة . وقد تتحرك الأسعار في ضوء الظروف السياسية والاقتصادية السائدة، إلا أنه في بعض الأحيان قد تتحرك الأسعار بعكس الحقائق الموجودة فقد يهبط سعر سهم شركة معينة رغم عدم هبوط نسبة أرباحها أو حجم مبيعاتها. إضافة إلى العوامل النفسية والفنية التي يصعب قياسها ومعرفة أثرها على الأسعار.

والغاية من قياس تحرك السوق معرفة التوقيت المناسب لدخول السوق والشراء والخروج من السوق والبيع ولكن يبقى الهدف تحقيق أكبر قدر من الأرباح في ظل أقل مخاطرة ممكنة فيركز المستثمرون كثيرا على عامل الوقت باعتباره مؤشراً رئيسياً لتحرك السوق.

وربما سئل أحد المتعاملين في السوق عن حركة الأسهم فيجب بأنها جيدة أو ضعيفة أو ثابتة لا تغيير فيها ، آخذاً بعين الاعتبار حجم التداول أو ما رآه اتجاه الأسعار من هبوط أو ارتفاع وهذا حديث غير المتخصصين ، أما القياس العلمي فيكون من خلال بعض المؤشرات كالأرقام القياسية لأسعار الأسهم كاسلوب إحصائي يقيس تغير حركة السوق والأسهم من خلال مقارنة فترتين زمنيتين ومعرفة ما طرأ من تغيرات. وهذا ما يدعى مؤشر السوق الذي يعكس حركة التداول ونشاط السوق.

وكما سترى فهناك العديد من المؤشرات التي تستخدم في الأسواق ويختلف المؤشر باختلاف الظروف السائدة في السوق المالي كحجمه ونشاطه وسرعة التداول وعدد الأسهم، وهذه المؤشرات إما أن تكون مؤشرات مرجحة أو أن تكون مؤشرات غير مرجحة.

مؤشرات الأسعار وطرق حسابها

سنورد فيما يلي أهم المؤشرات المستعملة وطرق حسابها :

١- مؤشر الدوجونز

وهو من المؤشرات المستخدمة حالياً لقياس حركة السوق وينقسم هذا المؤشر

إلى ثلاثة أقسام هي :

* مؤشر للمرافق والمنافع

* مؤشر للمواصلات

* مؤشر صناعي

إلا أن المؤشر الصناعي هو الأهم حيث يتم من خلاله مقارنة ثلاثين شركة صناعية من أكبر الشركات فيشمل المبيعات والإنتاج والأرباح ولكنه لا يأخذ بالشركات المتوسطة والصغيرة ، وربما يكون ذلك من عيوب هذا المؤشر.

يتم احتساب المؤشر من خلال أخذ الأسهم المراد قياسها في تاريخ معين يعتبر كتاريخ أساس وبسعرها في ذلك التاريخ فيعتبر سعراً أساسياً ثم نأخذ السعر في يوم تداول ونقسمه على سعر الأساس والحاصل نضربه في رقم قياسي معين كوحدة (نقطة) فنحصل على رقم جديد وإذا كان الحاصل أكبر من الرقم القياسي فذلك يعني وجود ارتفاع في الأسعار والعكس وإذا كان الحاصل أقل من الرقم القياسي فذلك يعني وجود انخفاض في الأسعار.

٢- مؤشر ستانلرد آند بورز

كانت بدايات هذا المؤشر بعد فترة من ظهور مؤشر الدوجونز حين بدأت شركة ستانلرد آند بورز في نيويورك بنشر مؤشر أسعار يعتمد على أسعار أكثر من مئتي سهم لشركات من قطاعات مختلفة وارتفع هذا المعدل إلى نحو خمسمائة سهم لشركات مختلفة عام ١٩٥٧.

ويعتبر هذا المؤشر من المؤشرات المرجحة التي تعطي وزناً نسبياً للأسهم يتناسب مع القيمة السوقية لكل سهم يتم تداوله في البورصة.

ويعتمد إستخراج المعدل على القانون التالي :

$$\text{المؤشر} = \frac{\text{السعر السوقي الحالي للمجموعة}}{\text{السعر السوقي للمجموعة في فترة الأساس}} \times ١٠٠$$

$$= \frac{\sum_{i=1}^n P_i \times Q_i}{\sum_{i=1}^n P_i \times Q_i}$$

حيث : س : سعر السهم في تاريخ الأساس .

ع : عدد الأسهم المصدرة في تاريخ الأساس .

س : سعر السهم في الفترة اللاحقة .

ع : عدد الأسهم المصدرة في تاريخ لاحق .

١٠ : رقم قياس يحدد في تاريخ الأساس وقد يكون ١٠٠ ، ١٠٠٠ حسب

الرغبة لدى الجهة المصدرة للمؤشر.

وفي الأردن مثلاً يقوم البنك المركزي باستخراج رقم قياسي شهري بأسعار الأسهم وترجيحها برؤوس أموال الشركات كما يقوم بحساب رقم قياسي مرجع للأسهم المتداولة ويستخرج أرقاماً قياسية لأسعار القطاعات الموجودة وهي قطاع البنوك والشركات وقطاع الخدمات والقطاع الصناعي وقطاع التأمين . كما يدعم ذلك بالرسوم البيانية لحركة أسعار الأسهم.

وتوجد مؤشرات أخرى تعتمد الدولة كمؤشر البطالة ، والمؤشر الإقتصادي الذي يعكس صورة الدخل القومي والنتائج القومي . وهناك المؤشر المالي والمؤشر النقدي الذي يعكس صورة عرض النقود والطلب عليها وأسعار الفوائد وحركة رؤوس الأموال كما أن هناك مؤشر التضخم وعددًا آخر من المؤشرات.

طرق تصنيف البدائل الإستثمارية

لدينا أربع طرق لتصنيف البدائل الإستثمارية وهي :

١- **معدل العائد على الإستثمار** : وقد يناه فيما سبق ، حيث يسمى العائد على الأصول ، ويمكن إيجاداه عن طريق قسمة صافي الربح بعد الضرائب المتوقع إلى الأصول، ويعبر الناتج عن قدرة الدينار الواحد المستثمر في الأصول على توليد أرباح صافية ، ويتم إختيار البدائل ذات المعدل الأعلى .

٢- **فترة الإسترداد** : ويقصد بها تحديد المدة الزمنية المناسبة لاسترجاع رأس مال المستثمر من خلال العوائد الصافية ، وفي حالة التدفقات السنوية الداخلة متساوية فإن فترة الإسترداد تساوي المبلغ المستثمر تقسيم التدفقات النقدية الداخلة. ويتم اختيار البديل ذي فترة الاسترداد الأقصر.

٣- **معدل العائد الداخلي** : وهو معدل الخصم الذي يساوي عنده صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية صفرا . ويعتبر الاستثمار مشجعا إذا كان معدل العائد الداخلي له أكبر من تكلفة رأس المال.

وبتعبير آخر هو سعر الفائدة الذي يجعل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة المستقبلية مساوية لتكلفة البديل أو المشروع ، ويتم اختيار البديل ذي معدل العائد الداخلي الأكبر.

٤- **صافي القيمة الحالية** : وأساس هذه الطريقة ضرب صافي التدفق النقدي بمعدل الخصم، ثم تجميع التدفقات النقدية المخصومة خلال مدة المشروع الاستثماري لاحتساب صافي القيمة الحالية للبديل الإستثماري . وكلما كان الصافي موجبا كان الإستثمار مشجعا لأن العائد على الإستثمار يفوق تكلفة رأس المال.

ويتم إيجاد صافي القيمة الحالية عن طريق خصم التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة الصافية بسعر خصم محدد لإيجاد القيمة الحالية لها، ثم نطرح قيمة الاستثمار من القيمة الحالية . ذي صافي القيمة الحالية الأكبر ويقع الاختيار على البديل.

استراتيجية اختيار البديل الاستثماري الأفضل

أن تفاضل بين المشاريع الاستثمارية لاختار أفضلها أمر ليس بالسهل في ظل حالة عدم التأكد من النتائج والمخوء للتنبؤ والاحتمالات ، ولذلك وجدت معايير لا بد من أخذها بعين الاعتبار لاختيار البديل الاستثماري الأفضل ومن هذه المعايير:

١- معيار التشاؤم (أبراهام وولد)

حسب هذا المعيار فإننا نفاضل بين البدائل الاستثمارية بناء على مبدأ الحيطة والحذر فنختار البديل الاستثماري الذي يعود بأقصى ربح في ظل أسوأ الاحتمالات والظروف .

مثال توضيحي :

إليك المعلومات التالية عن بدلين استثماريين متاحين لديك أ ، ب فأيهما

تختار ؟

البديل	بقاء الظروف ثابتة	تغير الظروف نحو الأسوأ
أ	٩٠.٠٠٠٠	٥٠.٠٠٠٠
ب	٥٤.٠٠٠٠	٨٠.٠٠٠٠

الحل :

نلاحظ أن البديل ب رغم تغير الظروف نحو الأسوأ سيحقق ربها أوفر وبالتالي حسب معيار التشاؤم نختار البديل الاستثماري (ب) .

٢- معيار لابلاس

في هذا المعيار نأخذ بالمتوسط الحسابي للاحتتمالات كاملة دون ترجيح احتمال على آخر .

ففي المثال السابق نحسب متوسط (أ) ثم متوسط (ب) ونختار الأكبر أي:

$$\text{البديل أ : } \frac{50000 + 90000}{2} = \frac{140000}{2} = 70000$$

$$\text{البديل ب : } \frac{80000 + 540000}{2} = \frac{620000}{2} = 310000$$

حسب معيار لابلاس سنختار البديل الإستثماري (ب) لأن متوسط أرباحه أكبر من متوسط أرباح (أ) .

٣- معيار الندم (معيار سافاج)

قد يكون أمام المستثمر بدائل استثمارية كثيرة ولكنه ربما يختار بديلا يحقق له خسارة، فعندئذ سيشعر بالندم لأنه اختار البديل السيء وترك البديل الأفضل، إذن ففكرة معيار الندم تقوم على أساس قياس مقدار الندم الذي سيلحق بالمستثمر جراء اختياره بديلا يحقق له خسارة.

ومقدار الخسارة هو الفرق بين ما يمكن أن يحققه لو اختار البديل الآخر. ففي المثال السابق لو اختار المستثمر البديل (أ) فإنه في حالة بقاء الظروف ثابتة سيحقق خسارة مقدارها :

$$400000 - 90000 = 310000$$

المراجع العربية :

- ١- مروان عوض ، العملات الأجنبية ، الإستثمار والتمويل ، معهد الدراسات المصرفية ، عمان - الأردن ، ١٩٨٨ .
- ٢- محمد صالح جابر ، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية ، مؤسسة الفليج للطباعة والنشر - الصفاة - الكويت .
- ٣- عبدالله مهنا سالم ومحمد عطية مطر ، مبادئ الاستثمار ، المعهد التجاري ، الكويت ، الطبعة الأولى ، ١٩٨٣/١٩٨٤ .
- ٤- أحمد فهمي الامام ، أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية ، إتحاد المصارف العربية ، ١٩٧٩ .
- ٥- سيد هوارى ، الاستثمار والتمويل ، مكتبة عين شمس ، القاهرة ، ١٩٨٠ .
- ٦- التقرير السنوي لسوق عمان المالي للأعوام ١٩٩١، ١٩٩٢، ١٩٩٣، ١٩٩٤، ١٩٩٥، ١٩٩٦ .
- ٧- النشرات الشهرية لسوق عمان المالي.
- ٨- عبدالسلام أبو قحف ، اقتصاديات الاستثمار الدولي ، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية ، ١٩٩١ .
- ٩- جميل بركات ، مال واقتصاد ، سوق عمان المالي في الميزان ، الطبعة الأولى ١٩٨٦ .
- ١٠- محمد مطر ، إدارة الاستثمارات ، الإطار النظري والتطبيقات العملية ، عمان ١٩٩٣ .
- ١١- عماد موسى ، قياس وتقييم أداء المحافظ الإستثمارية ، مجموعة محاضرات تدريبية قدمت لمعهد الدراسات الإدارية والفنية ، الكويت ، ١٩٨٩ .
- ١٢- أحمد زكريا صيام ، مجموعة مقالات نشرت في جريدة الدستور الأردنية.

- ١٣- أحمد عبدالله درويش ، مبادئ الرياضة المالية ، عمان - الأردن ، ١٩٨٨ .
١٤- د. إسماعيل محمد هاشم ، الرياضة المالية ، بيروت ، دار النهضة العربية، ١٩٦٧ .

المراجع الأجنبية

- 1- Repert A. Haugan , " Modern Investment Theory" , prentice - Hall International , Editions 1990.
- 2- Winfield , R.G., Suocess in Investment , John Murray publishers Ltd. London , 1991.
- 3- Edwin J.Elton and Matin J.Gurber , Modern portfolio Theory and Investment Analysis. John Wiley & Sons Inc, Newyork , 1991.

مبادئ الإستثمار

هذا الكتاب

توخى هذا الكتاب الغايات الرئيسية التالية:

١. اتفاق موضوعاته مع خطط وزارة التعليم العالي في مادة «مبادئ الإستثمار» المقررة على ابنائنا طلاب كليات المجتمع.
٢. خدمة زملاء المهنة في توفير كتاب شامل بين أيديهم يعمل على تقريب المسافة التعليمية والتعليمية بينهم وبين طلابهم.
٣. عون الباحثين والدارسين على الإحاطة باصول الاستثمار العلمية، وتوعية المستثمرين بالبيئة عصرية قابلة للتطبيق.

Bibliotheca Alexandrina



0334148

دار المناسج
للشؤون الثقافية



هاتف ٤٦٥٠٦٢٤ فاكس ٤٦٥٠٦٢٤
ص ب ٢١٥٣٠٨ عمان ١١١٢٢ الأردن